

CONFERENCIA HOMENAJE A JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA

Conferencia internacional
organizada por
el **Banco de España**



Conferencia homenaje a José Luis Malo de Molina

Madrid, 25 de abril de 2016

Conferencia homenaje a José Luis Malo de Molina

Madrid, 25 de abril de 2016

Editado por Banco de España

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

Todos los derechos reservados. Ninguna parte de esta obra puede ser reproducida, almacenada o transmitida por ningún medio o procedimiento mecánico, electrónico o de otra índole, sin la autorización previa del editor.

© Banco de España, 2016
C/ Alcalá 48, 28014 Madrid
www.bde.es
Depósito legal: M-42426-2016
Impresión y encuadernación: Villena Artes Gráficas
Avda. Cardenal Herrera Oria 242, 28035 Madrid
Impreso en España - Printed in Spain

ÍNDICE

Prólogo	9
LUIS M. LINDE, <i>Gobernador</i>	

UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Introducing the panel	13
JAIME CARUANA, <i>General Manager of the Bank for International Settlements</i>	

Economic and Monetary Union	17
CHRISTIAN NOYER, <i>Honorary Governor of the Banque de France</i>	

The unfulfilled promise of the euro	23
TANO SANTOS, <i>David L. and Elsie M. Dodd Professor of Finance. Columbia Business School. Columbia University</i>	

The European Monetary Union after its crisis	33
CHARLES WYPLOSZ, <i>The Graduate Institute, Geneva, and CEPR</i>	

DISCURSO PRINCIPAL

The ECB's response to low inflation	41
PETER PRAET, <i>Member of the Executive Board of the European Central Bank</i>	

RETOS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Retos de la economía española. Una introducción	59
PABLO HERNÁNDEZ DE COS, <i>Banco de España</i>	

Endeudamiento privado y exterior de la economía española: el ajuste del sector financiero	65
JOSÉ MANUEL CAMPA, <i>Banco Santander</i>	

Retos de la economía española: el mercado de trabajo	71
ÁNGEL DE LA FUENTE, <i>FEDEA e IAE-CSIC</i>	

La productividad en España	77
JOSÉ MANUEL GONZÁLEZ-PÁRAMO, <i>Consejero Ejecutivo de BBVA</i>	

La eficiencia del sector público, clave para la consolidación fiscal	85
ORIOL ASPACHS, ANNA CAMPOS, JORDI GUAL Y JUDIT MONTORIOL, <i>CaixaBank Research</i>	

SESIÓN DE CIERRE

El Servicio de Estudios y la economía española: 1992-2016	97
FERNANDO RESTOY, <i>Banco de España</i>	

El análisis económico y el Servicio de Estudios del Banco de España ante la crisis	107
JULIO SEGURA, <i>Universidad Complutense de Madrid</i>	

El valor del análisis	117
JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, <i>Banco de España</i>	

Prólogo

Luis M. Linde
Gobernador

ESTE LIBRO RECOGE LAS CONTRIBUCIONES de la jornada de homenaje a José Luis Malo de Molina que celebró el Banco de España en Madrid el pasado 25 de abril de 2016. José Luis Malo de Molina desempeñó el cargo de director general del Servicio de Estudios del Banco de España durante un período de casi 25 años. Un Servicio de Estudios que ha sido y es, bajo su nueva denominación de Dirección General de Economía y Estadística, uno de los pilares fundamentales de esta institución y uno de los centros de análisis económico y financiero con mayor prestigio y reconocimiento en nuestro país. Vaya mi agradecimiento a José Luis por su labor y dedicación durante todos estos años.

En este largo período, la economía europea y española han sufrido numerosos retos y transformaciones. El contenido de la jornada supuso, en mi opinión, un buen repaso no solo de las cuestiones más relevantes de nuestro pasado cercano, sino también de los retos más significativos a los que se enfrenta el proyecto europeo y la economía española en la actualidad, así como de las políticas económicas más adecuadas para afrontarlos.

En primer lugar, contamos con un primer panel en el que, bajo la presidencia de Jaime Caruana, Christian Noyer, Charles Wyplosz y Tano Santos reflexionaron sobre los principales desafíos de la Unión Económica y Monetaria europea (UEM). En sus intervenciones se repasaron los fallos institucionales en su creación, los cambios más recientes en la gobernanza para tratar de corregirlos y las cuestiones económicas e institucionales aún pendientes.

En segundo lugar, Peter Praet, miembro del Comité Ejecutivo y del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE), ofreció en el discurso principal de la jornada un resumen de las decisiones de la política monetaria del BCE durante la crisis, poniendo especial énfasis en los argumentos económicos que justifican estas decisiones y en su efectividad.

Con posterioridad, en un segundo panel, presidido por Pablo Hernández de Cos, se analizaron los principales problemas a los que se enfrenta la economía española en

la actualidad, agrupados bajo cuatro grandes categorías: elevado desempleo, desequilibrio fiscal, alto endeudamiento exterior y baja rentabilidad bancaria, y reducida productividad. Este segundo panel estuvo integrado por José Manuel Campa, Ángel de la Fuente, José Manuel González-Páramo y Jordi Gual.

Finalmente, en una sesión de cierre, el subgobernador del Banco de España, Fernando Restoy, junto con Julio Segura y el propio José Luis Malo de Molina, reflexionaron sobre la evolución de la economía, el papel de los economistas y, en particular, el del Servicio de Estudios del Banco de España en las últimas décadas.

En resumen, la jornada puso en evidencia que el contexto económico y financiero actual sigue presentando desafíos importantes y es particularmente complejo tanto en el ámbito del Eurosistema como en el de la economía española. El desarrollo por parte de la Dirección General de Economía y Estadística de una agenda analítica, basada en trabajos empíricos y teóricos rigurosos, sobre los problemas de la economía europea y española y sus posibles soluciones continúa siendo, por tanto, un elemento de la máxima importancia y prioridad para nuestra institución.

Unión Económica y Monetaria

Introducing the Panel

Jaime Caruana

General Manager of the Bank for International Settlements

LADIES AND GENTLEMEN,

It is always an honour and a pleasure to be here at the Banco de España. Today, it is a special occasion to chair the first session of this conference in tribute to José Luis Malo de Molina. It is not only because we have a very good panel of speakers; more importantly, it is also because I had the pleasure of working with José Luis for a number of years – 10 years if I include also the time before I joined the Banco de España, when I was on the Board of the Bank as representative of the Treasury. But I can say, even before that, I had already come to know and appreciate the work of José Luis, thanks to the excellent Banco de España research and publications, to which he has contributed so much.

The early years of my collaboration with José Luis coincided with the time when twelve European currencies merged into a single currency – an event full of symbolism for over 300 million people on a continent with a long and at times troubled history. The birth of the single currency was the result of a lot of work by many institutions. The national central banks worked hard in designing and implementing the new single monetary policy – together with the newly established European Central Bank. The creation of the monetary union raised a lot of expectations as well as some scepticism – from the beginning, it was clear that the EMU edifice was not complete. And it certainly triggered many interesting debates. Here I would like to quote Helmut Schmidt in the farewell event to Jean Claude Trichet. He was discussing the shortcomings of the incomplete euro framework and said that “under no circumstances can they be used as an excuse not to fulfil our obligations....” This quote highlights the responsibility of national authorities to take the appropriate domestic measures, even if they are difficult, in order to contribute to the smooth functioning of the EMU.

I remember very well some of the conversations that José Luis and I had in Madrid or on our frequent trips to Frankfurt. Let me mention here one particular conversation that may be relevant to this panel discussion. It relates to the funding of the individual economies in the euro area financial markets. One key question: how reliable would that funding be? What are the meaning and implications of running current account deficits for a long time in a monetary union?

The broader, deeper and more liquid markets in the monetary union had made for greater ease of financing – that is, until that ease suddenly reversed when financial crisis hit. I must confess that I was somewhat surprised by the speed and magnitude of the market fragmentation that materialised during the crisis. The sudden reversal of cross-border flows resembled an emerging market crisis – with the main difference being that, this time, the crisis countries are in a monetary union and subject to a single monetary policy. This reminds me that José Luis was very vocal in internal discussions on the potential fragility of foreign funding if financial imbalances have increased by too much and on the consequent need to keep current accounts and external investment positions under control.

It is now almost nine years since the beginning of the global financial crisis, and six since the start of the European sovereign debt crisis. The situation today is much better than in the crisis periods. Nonetheless, the euro area is still facing significant challenges. Some of them are economic: low GDP growth, low growth in productivity, below-target inflation, rising debt, and a financial system that is still recovering and regaining trust.

At the same time, there are social and political challenges. Europe is facing one of the worst refugee crises in recent memory. Political movements advocating radical alternatives are increasingly active. Security risks and geopolitical tensions abound. These challenges have economic consequences and are testing the cohesion of European Union on many fronts.

Should we build institutions and pursue policies that maximise our resilience to external shocks and minimise political and social risks? How can we build effective European institutions that, at the same time, reinforce public support? Are we on the right track? We all agree that problems are easier to solve if we have solid growth; how do we improve resilience and at the same time ignite sustainable growth?

Our three panellists today have spent quite a lot of time and effort thinking about and addressing these questions.

With Christian Noyer, I shared the first years at the Governing Council when he was Vice President of the ECB. Christian had contributed to steering the euro area economy through the crisis as President of the Banque de France, before retiring last year. And in a more global context, he was also my Chairman – the Chairman of the Board of the BIS – for nearly 6 years. I'm sure that his valuable experience on the frontline – or may I say, in the trenches – of European monetary policy during

one of the worst periods in post-war economic history will provide us with an enlightening perspective on the issues I highlighted earlier.

The insider view of Christian will be complemented, if not challenged, by that of Tano Santos from the Graduate School of Business at Columbia University. Tano has written extensively on the fundamental problems in the euro area. His analysis has shed light on the deep mechanisms necessary to develop a narrative of the European crisis. He has also gone further and proposed concrete remedies. Tano, I look forward with great interest to hearing your insightful views.

Last but certainly not least, we have on the panel Charles Wyplosz from the Graduate Institute of Geneva. Charles hardly requires any introduction to an audience interested in European economic issues. He has been an important voice in Europe well before the creation of the euro, and has certainly not given up during the financial and sovereign debt crisis. For example, in his recent work with Barry Eichengreen, he offers concrete proposals on institutional design “for the survival of the euro”.

I will now leave the floor to the panellists.

Economic and Monetary Union

Christian Noyer

Honorary Governor of the Banque de France

BEFORE STARTING, I WOULD LIKE TO PAY a personal tribute to José Luis Malo de Molina. His contribution to the success of the building up of Monetary Union, and to the proper working of the Eurosystem, has been tremendous. More generally, his contribution to economic research is remarkable. On a more personal note, I was particularly impressed by the remarkable way in which he handled the chairmanship of the budget committee of the ECB, finding the proper balance between the proven need to reinforce the work force, and the risk of letting excessive bureaucracy and centralization develop. His key contribution has been widely recognized by the Governing Council.

Now moving to my remarks on Economic and Monetary union, I would like first to make a few comments on the historical developments since the conception of the single currency, and then add some reflections on the major issues, challenges and solutions.

1 A brief history of EMU

4 steps: conception, childhood, youth, transition to adulthood.

1.1 A well thought conception

We should never forget the essence of the European construction concept: it is to enshrine reconciliation between the peoples of Europe, and peace, into a “de facto solidarity”, via concrete undertakings, step by step. Since 1957 and the treaty of Rome, this logic uses economic achievements for a very political purpose. The Monetary Union is the most advanced step.

But the EMU is also the result of well thought out reasoning that was already present in the Werner report in 1970. In order to ensure a proper functioning of the common market, one needed to eliminate exchange rate fluctuations; several attempts were made to link currencies together after the collapse of the Bretton Woods system (the monetary snake between 1972 and 1978; the European monetary system after 1979 with the introduction of a single unit of account, the ECU). But the system almost collapsed in the early 1990's, showing that the objective would be better attained by a true EMU. At the same time, the fall of the iron curtain triggered a desire for a new step in European integration: thus the treaty of Maastricht in 1992.

The monetary pillar was well designed, thanks to the Delors Committee which brought together all central bank governors to prepare in concrete for the management of the euro by a truly federal system of central banks, the Eurosystem. Despite the strong recommendations of the Delors Committee, the Economic pillar was unfortunately not prepared with the same ambition, and only the stability and growth pact was providing for some concrete rules and shared management.

1.2 A happy childhood

The objectives were broadly met: avoid foreign exchange crises, eliminate a source of costs and risks, simplify corporate management, increase competition, favor free circulation and increase economic performance thanks to a convergence of economic policies. After 12 years, the price stability objective was exactly met, the credibility of the euro was well established, the cost of borrowing considerably decreased. The Euro zone created 14 million jobs in 12 years (versus 8 million in the US). Finally the euro was itself a meaningful instrument, with doors and bridges on the banknotes symbolizing openness and exchanges.

1.3 An eventful youth

The Euro area resisted relatively well the global crisis of 2008-2009. But it entered shortly after in a difficult period which we call the "sovereign debt crisis" –not to be analyzed as a crisis of the euro which I think would be a wrong interpretation.

It happened because a number of countries entered the global crisis in 2007 with unhealthy public finances; far away from the objective of structural balance that was the basic pillar of our fiscal framework. Then several countries had difficulties handling the fiscal relaxation needed to fight economic contraction. This was then compounded by the general guarantees widely offered to the banking system and the need to recapitalize banks to avoid the collapse of a

number of them. (To be fair, this was also true in other countries, e.g. US, UK, Japan).

We then realized that two major mistakes had been made:

- The countries themselves (France, Germany, Italy) weakened both the preventive arm of the pact (they were never at a structural balance but always close to a 3% deficit) and the corrective arm (they never observed the foreseen sanctions).
- Something key had been forgotten: the need for an instrument to follow relative competitiveness. The idea is the following: when you join a monetary union whose inflation target is slightly below 2%, you must ensure that unit labor costs (corrected by productivity) are in line with that objective. What worked before entry into the euro did not after. Countries believed they were protected, there was no market pressure, and current account imbalances were simply ignored.

These two mistakes led to the spread of doubts in the market and to the perception of an ultimate risk of re-denomination. (The risk of being thrown out of EMU for some weaker countries).

1.4 A difficult transition to adulthood

The solution was basically to develop the economic pillar, so as to force a convergence of fiscal and structural policies.

That was agreed and done –at least on paper. All the member states have engaged credible plans to clean up their fiscal situation. A new framework has been designed, with two pillars: reinforcement of the fiscal pact with better surveillance and more effective sanctions, and a new procedure to monitor competitiveness and reforms. In addition, a powerful instrument for crisis management, the ESM, was established and CACs were generalized in sovereign bonds to provide for orderly debt restructuring if need be. Finally, a banking union was set up.

2 Issue, challenges and solutions

2 pillars: Economic and Monetary

2.1 Economic pillar

- On the **fiscal side**, I already mentioned the reforms that were made. There remain in my view two challenges. One is that these new rules

must be adhered to, respected in good faith. The European Commission must withstand the inevitable political pressure, and peer pressure in the Eurogroup has to be exerted with fairness and resoluteness. On all those grounds, we cannot be fully reassured at this stage.

Another aspect is the overall fiscal stance. Although I do not believe that we should only look at the fiscal multipliers and the short-term Keynesian impact of a change in the fiscal balance, but also at the confidence building aspect and the Ricardian effect, it remains that the Eurogroup should look not only at the individual situations and the rules but also at the macro-economic impact of the overall stance and the desirability of some compensation between the stance of the various countries. This clearly has yet to happen.

- On the **competitiveness** aspect, it is even more apparent that the key reform I mentioned earlier has not really been taken seriously so far. The European Commission does not seem perturbed by the enormous current account surplus in Germany for instance, which is clearly a breach of the rules. And furthermore the pressure on countries like France and Belgium to reform the labor market has been very small, although we clearly see the mortal danger of a very high level of youth unemployment.
- Finally, I think we should revisit the **Institutional side**. This issue has been largely taken up by the present debate in the UK. But if we look at it from the Euro-area point of view, we should consider that we are desperately lacking proper institutions. There is no European Commission devoted to the euro zone, no Parliament either, and the Eurogroup is not a very clear legal decision-making body. We should consider correcting that: to take one example, when the President of the ECB (or the Eurogroup President) goes to a hearing in the European Parliament, it is odd that this takes place in front of MPs a large part of whom do not represent the citizens of the euro area.

2.2 Monetary pillar

- **Many issues** have been highlighted especially in the Anglo-saxon world about either fundamental issues (like the sustainability of a shared currency by several sovereign states) to the policy of the ECB (always viewed by definition as miserable compared with that of the BOE or the FED).

I believe that there is an enormous bias at all levels. I pick up a few examples: the optimal currency zone is never present in a single country (especially a big one like the US, but also in the UK) and automatic

redistribution does not exist so much in countries with a relatively small federal/central budget as a percentage of GDP.

As far as the policy is concerned, we have seen the ECB criticized for lack of transparency (although it was the first central bank to initiate press conferences just after the monetary policy meetings, and was finally imitated by the FED and the BOE); it was often accused of a lack of reactivity, by people ignorant of the difference induced by the huge gap in economic flexibility on the relationships between output and prices and on the transmission of monetary policy. And in August 2007, the ECB reacted weeks before any other central bank (e.g. the BOE refused to react and provoked the collapse of Northern Rock...)

- This being said, there are true challenges. One of them is, in my view, using in a combined fashion asset purchases (the so-called QE) and negative interest rates. Although in theory it could probably work, in practice, I think it cannot, simply because banks cannot impose negative interest rates on a large part of their customers. Therefore, given that QE creates additional liquidity that the banking system has no power to eliminate and that has to come back in excess reserves, only two solutions remain: either an increase in credit spreads, which would run against the objectives of the central bank; or a weakening of the banking system, which would lead it to give less credit and take less risks, which is also at odds with the objectives of the policy. I am waiting with interest the rewriting of economic textbooks that will explain how to make it work properly!

Thank you.

The unfulfilled promise of the euro

Tano Santos

David L. and Elsie M. Dodd Professor of Finance.

Columbia Business School. Columbia University

THIS NOTE OFFERS SOME THOUGHTS on the euro and the many diagnoses that have been advanced for the problems that currently plague the monetary union. The monetary union should have led to a profound reform of many of the economic institutions of member nations, such as labor markets and pensions. It argues that the conditions in the early years of the euro were not conducive to these reforms. Member nations wanted monetary union for different reasons. I argue that many of these reasons remain in effect today and thus the relatively high support for the euro even in countries that have perhaps suffered the most during the Eurozone crisis. But the monetary union remains in a perilous situation unless there is progress in the minimal set of reforms needed to make it sustainable in the face of more crises.

Misgivings about the euro before the euro

It is difficult to argue, with the benefit of hindsight, that the euro, at least as conceived and implemented, was a good idea. This does not mean that we should undo the euro: Monetary unions are like marriages, the conditions of entry are not those of exit, in particular if children are involved. The euro when it was first imagined was simultaneously a narrow and broad project, one in which European citizens have invested much. It was narrow because it was “just” a monetary union and it was broad because it included countries with very different economic structures and challenges as well as different political cultures and institutions. These countries each had a myriad of reasons to join EMU, some sound, some less so. It is important to assess whether these reasons remain operational. Many, and perhaps most, observers understood the partial nature of the project and that the incompleteness could lead to trouble down the road. The specific diagnosis of what could go wrong proved more elusive though.

Some of the vague reasons that could lead to trouble in the monetary union were anticipated by both policy makers as well as by economists on both sides of the Atlantic.¹ The dominant view from the other side of the Atlantic was best summarized, with characteristic clarity, by Milton Friedman in 1997. First the theory:

“A common currency is an excellent monetary arrangement under some circumstances, a poor monetary arrangement under others. Whether it is good or bad depends primarily on the adjustment mechanisms that are available to absorb the economic shocks and dislocations that impinge on the various entities that are considering a common currency. Flexible exchange rates are a powerful adjustment mechanism for shocks that affect the entities differently. It is worth dispensing with this mechanism to gain the advantage of lower transaction costs and external discipline only if there are adequate alternative adjustment mechanisms.”

Then the view on the specific project itself:

“The drive for the Euro has been motivated by politics not economics. The aim has been to link Germany and France so closely as to make a future European war impossible, and to set the stage for a federal United States of Europe. I believe that adoption of the Euro would have the opposite effect. It would exacerbate political tensions by converting divergent shocks that could have been readily accommodated by exchange rate changes into divisive political issues. Political unity can pave the way for monetary unity. Monetary unity imposed under unfavorable conditions will prove a barrier to the achievement of political unity.”

There are two arguments in this paragraph, one more persuasive than the other in my opinion. First is the idea that the need to adjust to divergent shocks would lead to political tensions. The Eurozone crisis has given conclusive proof of this basic point though I would argue that even here there is some room for discussions. The second is that the monetary union is a conscious step towards a political union, a view that is less warranted. Both arguments enjoyed broad consensus amongst American economists (see, for example, Feldstein, 1997) and led some to forecast the immediate demise of the euro (Calomiris, 1998). Rudiger Dornbusch provided a useful taxonomy of the American economists response to the monetary union: “It can’t happen”, “It’s a bad idea” and “It won’t last.” It remains a useful taxonomy today. The resilience of the euro in the face of these views is simply a thing of wonder.

¹ For the view of the American economists, both in academia and policy circles about the euro in the years between de Delors report and the introduction of the formal introduction of the euro see Jonung and Drea (2010).

The view that the need to adjust to divergent shocks amongst trading partners requires either floating exchange rates or some form of fiscal coordination has a long tradition in economics, of course. For instance, economists have understood for a long time, say since Sargent and Wallace's (1981) classic, that monetary and fiscal policy are joined at the hip and thus a monetary union without a fiscal union could potentially lead to severe policy difficulties and tensions between member nations unless there was a quick convergence in economic performance and business cycles across member nations. Incidentally the concern related to the lack of economic harmonization across potential members of a European monetary union dominates many of the ur-texts of the project, starting with the 1969 Werner Report, as shown in James's (2012) history of the EMU. Policy makers were aware from the very beginning, and well before conceptual advances in academia, of the challenges that the project entailed.

Still, it is interesting to note that the emphasis that many were bringing to the debate on the wisdom of the monetary union was on the political side of the project, that the euro was undertaken for political reasons and that its design flaws would lead to the political tensions that it was supposed to eliminate. That is, many economists on both sides of the Atlantic understood that a monetary union needs adjustment mechanisms in the presence of asymmetric shocks and that this need could lead to problems as the ex-post transfers needed to smooth out these shocks would result in political tensions amongst member nations. Unfortunately, this insight, deep as it is, proved rather inadequate to understand the actual dynamics of the Eurozone crisis.

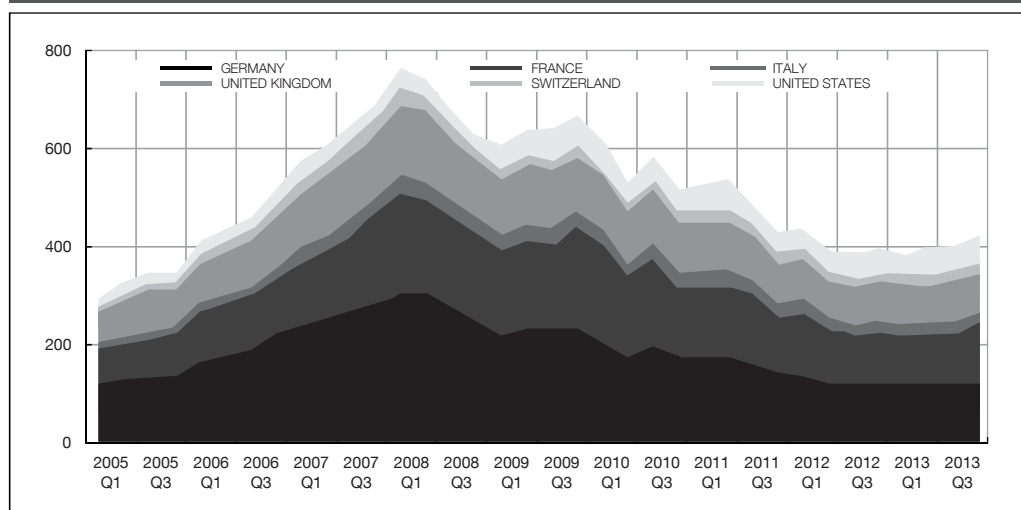
When economists picture asymmetric shocks they imagine economies at different points in the cycle, some doing very well, others very poorly. But, as argued by De Grauwe and Ji (2016), in fact business cycles in the Eurozone were well coordinated in the years of the euro: All the economies did fairly well in the early years and then did very poorly after 2008. It was the amplitude of the cycles and the surprisingly large current account imbalances that led to problems. The problem of smoothing shocks of different amplitudes is that it involves transfers from those who are in a recession to those that are in a very bad recession. This will create tensions as it forces into a deeper recession the countries already in a slump. Incidentally, only this simple insight is already a more productive line of thought: it emphasizes intertemporal solutions rather than purely cross sectional transfers.²

² Paul de Grauwe has recently emphasized with a recent proposal for the EMS to buy national bonds during recessions and fund those purchases with EMS bonds and do the opposite during good times. This proposal has the very attractive feature that undoes the perverse capital flows that we saw at the height of the Euro crisis.

In addition the nature of the shock matters for the willingness to provide assistance in the presence of adverse shocks. When the crisis came it was in financial markets where it first manifested itself. This is not surprising for prices in financial markets are supposed to reflect information and thus they serve as the perennial canary in the coal mine when the horizon darkens. Banking systems in Ireland first, then in Greece, Portugal and Spain came under severe refinancing pressure and that accelerated the Eurozone response. There were indeed political tensions but the fact was that the different banking systems were closely interrelated. For example the German and French banking systems had significant exposure to any distress in the Spanish banking sector (see Chart 1). Problems in the Spanish banking sector (or in the Irish, Greek or Portuguese) were not solely Spanish problems. They were European problems and quickly were given European solutions, however imperfect, controversial and contradictory.³ This shouldn't have been surprising to close observers of the evolution of the euro. The early years of the monetary union were characterized by the development of big current account imbalances and large negative net international investment positions in the periphery and positive in the core. Creditor and debtor nations were inextricably linked and that mediated the continental political response to the Eurozone crisis. There were indeed political tensions but they had the mundane flavor, however nasty, of the bickering and bargaining between borrowers and lenders.

³ For instance, a monetary union requires on many occasions sovereign debt restructuring as an adjustment mechanism but the Eurozone leadership has been reluctant to use this natural form of adjustment in order to avoid debt overhang problems.

CHART 1

SPAIN: FOREIGN BANKS CLAIMS. BILLIONS OF \$US

SOURCES: BIS and Banco de España.

The unfulfilled promise of the euro

What is surprising about the opinions of such distinguished economists as Milton Friedman or Martin Feldstein is that they emphasized the political aspects of the monetary union but were unwilling to integrate those considerations into their analysis.⁴ As Goodhart (2010) has remarked “[t]he main failing in this respect of academic U.S. economists was to look at the European monetary experiment almost entirely through the prism of a narrowly economic model, the optimum currency area (OCA) theory—a model which has been wholly insufficient to explain relevant facts about the life, and death, of currencies—rather than via wider political economy factors.” European policy makers and commentators were keenly aware of the arguments put forth regarding the economic complications of the euro project and many diagnosed its potential pitfalls with remarkable prescience (De Grauwe, 1998). Why then the project?

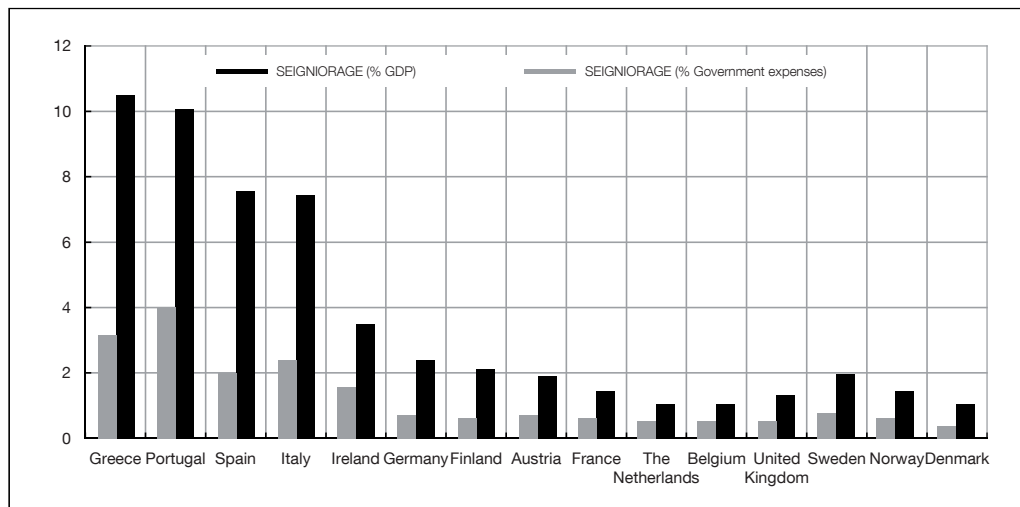
Clearly Eurozone politicians did not understand that the conditions for a successful monetary union were not in place (De Grauwe, 2013). But the truth is that the euro occurs because of a peculiar and somewhat messy coincidence of disparate causes. As James (2012) has shown the many frustrations of exchange rate management in Europe after the demise of the Bretton Woods system were important reasons to pursue the monetary union. In addition it is indeed the case that anxiety over German reunification may have accelerated the impulse towards the euro, though the project was well under way before those political developments, in particular after the adoption of the Single European Act (SEA) in 1986. But here I want to emphasize two others that I believe do not receive the attention that they deserve.

The first is that the euro was simply a way for many potential members to strengthen their institutions as well as to impose discipline in policy choices. Many countries had standard problems of commitment in regards to monetary policy and resorted continuously to inflation and devaluation to address both fiscal and current account imbalances. The development of the welfare state was simultaneously producing a class of voters interested in price stability, from pensioners to long term unemployed workers. It is thus unsurprising that this new constituency for price stability was supportive of a monetary union modeled after stringent German monetary policy habits. Chart 2 shows seignorage revenues as a percentage of both government expenses as well as GDP. The countries are ordered from more to less profligate. Notice that the countries that opted to stay out of

⁴ There is another surprising aspect of the monetary union and it is how informed it was with monetarist ideas, in particular real business Cycle Theory. Given that the main source of aggregate economic fluctuations are total factor productivity shocks and that there is little that monetary policy can do about this source of fluctuations, the objective should be one of just price stability (see De Grauwe, 2013).

CHART 2

AVERAGE ANNUAL SEIGNIORAGE RATES 1971-1990



SOURCE: R. W. Click "Seigniorage in a Cross Section of Countries," Journal of Money, Credit and Banking vol. 30, no. 2 May 1998, pp. 154-171, Table 1.

the euro are those that derived the lowest percentage from currency debasement. It is not unreasonable to assume that the constituencies for price stability in those countries didn't see any need to join the nascent monetary union.

In addition the euro was perceived not only by those constituencies but also the entrepreneurial middle classes and even the political establishment as a mean to transform and reform obsolete economic institutions.

Indeed, the thought of the euro, of the monetary union in general, as an instrument of transformation goes back to the very initial discussions on monetary union. For instance, Guido Carli, the legendary Governor of the Bank of Italy between 1960 and 1975 said in a 1972 speech that *'in accepting the fact that monetary unification precedes economic unification one must bear in mind that the former cannot last unless it is followed by the latter in a fairly short time. Monetary unification is thus instrumental.'*⁵ And Lucas Papademos, on the occasion of Greece's ascension to the monetary union in 2001 said,

"After entry into the euro area, the Bank of Greece will be implementing the single monetary policy decided by the Governing Council of the European Central Bank and it will certainly be impossible to improve the economy's international competitiveness by changing the exchange rate of our new currency, the euro. The objectives of higher employment and output growth will therefore have to be pursued through structural

⁵ Quoted in James (2012) page 74.

reforms and fiscal measures aimed at enhancing international competitiveness by increasing productivity, improving the quality of Greek goods and services and securing price stability”

The connection between the structural reforms and EMU of course came to a head during the Eurozone crisis. Spain is an example in point. The famous ECB Spanish letter of August of 2011, which was finally released in December 2014, is a remarkable document and one that contains many clues not just about the crisis and the political economy problems plaguing Spain at the time, but also about what did not happen before the crisis. Let me just focus on point 1 of that letter, which is concerned with labor market reforms. There Mr. Trichet points out that Spain needed to tackle labor market reforms aimed at strengthening firm level wage bargaining and thus weakening collective bargaining and doing away with indexation, which, as he rightly pointed out, was ‘not an appropriate feature of labor markets in a monetary union’. Indeed it is not but then why was it there after more than a decade of Spain being a member of the monetary union, in fact a highly praised member? What happened during that first decade of the euro that something that was deemed untenable in a monetary union survived like the unpleasant plant in one’s beloved garden for so long? Incidentally Spanish economists have insisted about the need of labor market reform for several decades now. In fact many argued that labor market reform would naturally happen in Spain in a monetary union precisely to endow it with the flexibility that was going to be needed to make Spain’s membership in the EMU sustainable. But labor market reform did not quite happen in Spain during the early euro years, nor did Greek pension reform ... Why?

To make my argument more clearly and perhaps provocatively, I want to think of the euro as another step in the deregulation movement that swept the US starting in the 1970s and that reaches Europe in the 1980s. One useful way to understand the deregulation movement is to think of it as a step towards removing the state from the business of allocating capital, either through direct portfolio requirements for banks or implicitly through distortions in prices (for example through the repeal of Regulation Q under the Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980 in the USA.) The very reasonable idea behind this movement is that the market is better suited to provide this key function in the capitalist system and that institutions would naturally evolve to compete for the now free to move about capital, reforming institutions and improving allocative efficiency and productivity (and tax revenues). It is not coincidental that this movement occurred in a period of very high interest rates, when capital was scarce and the efficiency gains of allowing the market to

perform this role were enormous. The Single European Act first and later the euro allowed European political elites to remove themselves from the complicated task of allocating capital, with the associated rent seeking behavior that was so harmful from a societal point of view. But most importantly the idea was that the monetary union would create the conditions to make structural reforms simply unavoidable. The euro would force the reforms that were proving so politically intractable, whether pension reform in Greece or labor market reform in Spain.

But what if the market does not perform that role of allocating capital properly, because of asymmetric information frictions or simply behavioral biases by part of investors? And even if these issues are not important what if capital is plentiful rather than scarce as it was in the 1970s and thus the salutary effects of competing for capital are much attenuated?

Fernández-Villaverde, Garicano and Santos (2013) argue that the euro did not deliver in its promise precisely because it did not create the conditions that were anticipated by the promoters of the euro. Quite the contrary the euro coincided with very lax liquidity conditions that removed all incentive for reforms, which many thought were key to make the monetary union sustainable. Capital was plentiful during the early years of the euro - witness the enormous drop in interest rates across the world - and there was some severe mispricing going on as shown by the hard to rationalize compression of the sovereign spreads across the monetary union. Both effects combined to eliminate all incentives to adapt to the monetary union and this is where we are still. Whether the euro had something to do with these two causal forces deserves a thorough examination. I think EMU and the drop in interest rates are two unrelated phenomena. Though possible, I think it is more difficult to argue that the euro didn't have anything to do in the equally remarkable compression of spreads. Be as it may my take is that the euro did not have much of a chance to operate as an instrument of national economic transformation under these conditions. This is not to say that good things had not happened under the euro. In particular there has been important investment in infrastructures and an improvement in the corporate business sector in many countries. But it is not enough: Institutions matter and it is in the transformation and reform of those institutions where the euro didn't deliver on its promise.

Conclusion

The euro failed, perhaps only partially but no less importantly, as an instrument of transformation of national economies. When that transformation finally happened it had to occur under conditions that compromised the existence of the monetary union itself. What made the crisis severe is that it delinked "economic time" from "political time". Things needed to happen fast in what concerned deep structural reforms aimed at making national economies more

flexible and thus the monetary union sustainable, but the political time had not changed. The political establishment, which had so thoroughly procrastinated in the early years of the euro, needed to bring together different constituencies to implement those reforms. That process is difficult and needs much bargaining between different parties.⁶ It is not surprising that the European Central Bank had to create the liquidity conditions that could potentially bring together “economic” and “political” time. It remains to be seen whether there is enough time.

Economists are always surprised with the failure of the Coase theorem: If it is efficient why doesn't it happen? My answer is that because we systematically ignore the enormous political economy constraints under which our politicians operate, for better or worse. Nothing can happen fast in our democracies. Coalitions need to be put together and social contracts at the member nation level need to be readjusted but for that to happen coalitions have to be realigned, political capital needs to be spent and elections held to give legitimacy to whatever change needs to be brought about. That of course is not a principle we should abandon.

All in all, dramatic and painful as the Eurozone crisis has been, the euro is still there, the majority of the citizens in member nations support the euro (though in Italy the situation is borderline) and it seems that if continued membership were to be put for a vote the no would face a significant challenge (see Roth, Jonung and Nowak-Lehmann, 2016). This does not mean that the survival of the euro is guaranteed or that the situation cannot flip quickly. Recent election surprises, such as the Brexit vote, should serve as a word of caution against complacency. An interpretation of the polls is that there is, as has always been the case, a reserve of goodwill capital among Europe's citizens towards the European Project. That reserve of goodwill is not infinite, but it is there and should be made use of to make the monetary union stable and sustainable.

⁶ Alesina and Drazen (1991) is a useful reference to understand how time can be an important factor when it comes to structural reforms.

References

- ALESINA, ALBERTO and ALLAN DRAZEN (1991) "Why are Stabilizations Delayed?" *American Economic review* 81 (5), pp. 1170-1188.
- CALOMIRIS, CHARLES (1999) "The impending Collapse of the European Monetary Union," *Cato Journal*, January 1st 1999.
- DE GRAUWE, PAUL (1998) "The euro and financial crises", *Financial Times*, February 20th.
- (2013) "The Political Economy of the Euro," *Annual Review of Political Science*, vol. 16, pp. 153-170.
- DE GRAUWE, PAUL and YUEMEI JI (2016) "How to Reboot the Eurozone and Ensure its Long-Term Survival," *Vox*, February 12th 2016.
- FELDSTEIN, MARTIN (1997) "EMU and international Conflict," *Foreign Affairs*.
- FERNÁNDEZ-VILLAYERDE JESÚS, LUIS GARICANO and TANO SANTOS (2013) "Political Credit Cycles: The Case of the Eurozone," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27 n.º 3, pp. 145-166.
- FRIEDMAN, MILTON (1997) "The Euro: Monetary Unity to Political Disunity," *Project Syndicate*, August 28th 1997.
- GOODHART, CHARLES (2010) "Understanding the Euro Requires Political Economy, Not Just Economics," *Econ Journal Watch*, vol. 7 n.º 1, pp. 59-60.
- JAMES, HAROLD (2013) *Making the European monetary Union*.
- JONUNG, LARS and E. DREA (2010) "It Cant Happen, It's a Bad Idea, It Wont Last: US Economists on the EMU, 1989-2002."
- ROTH, FELIX, LARS JONUNG and FELICIAS NOWAK-LEHMANN (2016) "Public Support for the Euro," *voxeu*, November 11th, 2016
- SARGENT, THOMAS and NEIL WALLACE (1981) "Some Unpleasant Monetary Arithmetics," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall, pp. 1-17.

The European Monetary Union after its crisis

Charles Wyplosz

The Graduate Institute, Geneva, and CEPR

1 Introduction

IT IS FITTING TO REVIEW CRITICALLY THE EXPERIENCE of the monetary union now that the crisis dust starts settling. José Luis Malo de Molina has been deeply involved in the creation and management of the Eurozone since the very beginning. Of course, the topic is very broad; doing it justice requires at least one thick book. I will therefore be highly selective and focus on what I see as three essential lessons, two of which were by no means clear at the outset, while the last one was unfortunately foreseen. The first one is that the monetary union has been, and still is, an amazing success. The second one is that the independence of the Eurosystem is not robust and has repeatedly been challenged. The third one is that the Stability and Growth Pact has not delivered and continues to be the problem, not the solution to the fiscal discipline requirement.

2 An amazing success

When the monetary union was being mooted, there was no lack of warnings that it could not and would not work. Blinded by the equation one money = one country, many observers concluded that it was a failure waiting to happen. They were right in the sense that the Maastricht Treaty was and remains unfinished business, but not for the reasons usually brought up. They were wrong in the sense that more than 300 million people from 19 countries use the euro every day without thinking about it.

The creation of the monetary union was a historical experiment of considerable complexity. Such experiments cannot be one hundred percent right, and it was not.

It was plagued by several design failures. In addition to those examined below, one can also mention the absence of what is now called a Banking Union and the lack of any crisis management mechanism. The first flaw has been addressed but remains unfinished business. The second one remains unattended.

The design flaws have led to the crisis. What is remarkable is that the monetary union has survived the crisis intact, at least for the time being. The Eurozone has proved to be very robust. Its features, and wise actions by the Eurosystem, made it possible to preserve the construction, in the face of numerous policy errors. To name a few, the intentional violation of the no-bailout rule and the attendant refusal to restructure Greek debt at the outset effectively created the crisis. Obtuse adherence to the letter of the Stability and Growth Pact has imposed untold hardship on many countries, with gradually emerging political implications.

In spite of its flaws, the Eurozone has survived a most challenging crisis. This suggests that, while the flaws were deep enough to allow for a crisis to occur after less than ten years of existence, the basic architecture was strong enough to withstand the challenge. This observation – the dog that did not bark – should not be overlooked.

3 Independence of the Eurosystem

On paper, the Eurosystem and the ECB seem to be the most independent central bank system in the world. An international treaty guarantees its independence and any treaty change would need to be ratified by all EU countries, a most unlikely possibility. Yet, fine print matters and the crisis showed that all it's had not been well dotted and that the institutional design includes weaknesses, some of which had been identified long ago.

On what basis can it be asserted that independence has been constrained? Four events, in particular, have drawn attention. First, central banks always claim *ex ante* that they are not lenders of last resort but, when a serious crisis arises, they cannot escape intervening one way or another. Similarly, until the crisis at least, many major central banks did not identify financial stability as one of their objectives, but they could not let a crisis grow unfettered. Undoubtedly, these questions must have been at the top of the Eurosystem's deliberations throughout the crisis. Yet, it is not until mid-2012 that the ECB has provided a backstop to national public debts, in effect taking the crisis out of its acute phase. Still, the ECB has refused to act as lender of last resort to banks, even though the Emergency Liquidity Assistance facility has been used in some cases. The impression is that the ECB feared that lending in last resort would lead to burden sharing among member states, which was staunchly

opposed by some countries. This stands in contrast with the central bank's mission to focus exclusively on union wide-interests.

Second, in the weeks leading up to the Greek bailout, the ECB took a strong, public stand against any debt restructuring. There were good reasons to avoid a debt restructuring. There were legitimate fears that some Eurozone banks with large exposure to Greek debt might not be able to withstand such a shock, with potential global impact so soon after the Lehman Brothers collapse. It was also natural to be concerned about moral hazard. The fears about potential implications of a debt restructuring could not have been over-riding, however. The absence of a firewall, as it was then asserted to justify opposition to debt restructuring, only betrayed the Eurosystem's refusal to act as lender of last resort. It also left the uneasy impression that one country's interest was being sacrificed to protect the private interests of some banks, possibly at these banks' behest. If so, that would be a significant loss of independence to national and private interests.

As for the moral hazard, debt is a two-way arrangement. For each debtor that borrows unreasonably there are creditors that lend too much. It is difficult to understand how the ECB has agreed to the view that debtors should be the only ones to bear the burden of excessive borrowing and lending. Here again, national interests were at stake.

The two surprising interest rate increases in mid-2011 constitute the third event. The Eurozone as a whole was entering into a second recession, partly due to rising oil prices. In normal times, it is considered that monetary policy should focus on the risk of inflationary second round effects. But these were not normal times. All the arguments that were used to justify the bailout of Greece, Ireland and Portugal were now suggesting that avoiding a recession relapse should be a priority. The subsequent fall of the inflation rate well below the official definition of price stability confirms, with hindsight but not unpredictably, that the interest rate increases were not warranted. Why did the Eurosystem go against the trend? One explanation is an honest policy mistake. Another explanation is that one major country, Germany, was not under the threat of a recession and more worried about the inflationary impact of oil price increases. That would be a violation of the longstanding position that the Eurosystem only cares about the Eurozone as a whole, and not about any particular member country. This event leads to yet another suspicion that the Eurosystem was not acting as independently as it was expected to do.

Finally, the ECB agreed to join the Troika and therefore act as a designer and enforcer of conditions imposed on the crisis countries, not as their central bank. Normally, in IMF negotiations, the central bank sits on the other side of the table, alongside the government, and is asked to play its role in dealing with the problems that led to a request for emergency assistance. Troika membership

solidified the choice not to act as lender of resort, closing down options that would have prevented the massive debt increases that will plague these countries for years to come.

It is most surprising that the independence of the ECB has been challenged, in spite of the treaty guarantee. Its own governance could provide one possible explanation. Its outsized Governing Council limits the width and breadth of deliberations. Furthermore, national governors are unlikely to be detached from their country's interest, especially at crisis time. The Executive Board is much smaller but the unwritten rules of appointments, which guarantee a seat to nationals from large countries, inevitably inject national interests into this crucial body. Since its own deliberations are kept secret, there is no proof that this is the case. Yet the experience of other federal central banks suggests that it is inevitable.

4 Fiscal discipline

Fiscal discipline is a necessary condition for the monetary union to operate smoothly. This has been clearly understood from the start and dramatically confirmed by the debt crisis. The chosen solution combined the Stability and Growth Pact and the no-bailout rule. The pact is ill designed and has failed repeatedly since 1999; the no-bailout, which is an essential component of any solution, has been summarily discarded in 2010.

The most crucial flaw of the Stability and Growth Pact is its internal contradiction: fiscal policies are national competences while the pact is centralized. The Commission and the Council of Ministers have no authority on fiscal policies. Theoretically, the contradiction has been resolved through the adoption of a punishment mechanism. Politically, however, the mechanism is unlikely to ever work, for two main reasons. First, it creates an open conflict between the EU and a government on an issue universally seen as deeply ingrained in national sovereignty. Second, because the final say is in the hands of the Council of Ministers, a highly politicized body unlikely to function properly on such a divisive issue.

The no-bailout clause, on the other hand, is a powerful instrument. It operates successfully in a number of federal countries, where it is the centerpiece of fiscal discipline. The clause works by providing proper incentives to subcentral units to enforce fiscal discipline themselves. An implication is that it must be credible. Having been dismissed on the first instance it became binding, the clause has lost its credibility and is therefore unavailable. Restoring its credibility is a major challenge. Meanwhile, two steps need to be taken. First, fiscal discipline must be a sovereign obligation enforced by national legislation and institutions. The Fiscal Compact includes these essential components but it is imprecise enough to allow

a number of countries to adopt weak versions. Second, the legacy debts inherited from the twin crises of the early 2010s must be somehow brought down. As long as they are very large, fiscal policies are hamstrung and the no-bailout clause is too politically difficult to be implemented.

5 Conclusions

During the last thirty years, European integration has proceeded at a brisk pace, including the monetary union. By luck or design, much of the resulting arrangements are well crafted, a testimony of the efforts of those who, like José Luis Malo de Molina, have contributed to the process. Yet, such a momentous undertaking cannot be faultless from the start. Inevitably, design deficiencies eventually emerge, and they did. Some progress has been achieved in recent years, but the effort remains incomplete.

Discurso principal

The ECB's response to low inflation

Peter Praet

Member of the Executive Board of the European Central Bank

IN THE LAST HALF CENTURY CENTRAL BANKS have come a long way in how they approach their macro-stabilisation functions. As recently as the late 1970s, views still diverged across advanced economy central banks as to the efficacy of monetary policy in delivering price stability. Some, such as the Bundesbank and the Swiss National Bank, were already committed to using monetary measures to control inflation. But others, such as the Federal Reserve and various European central banks, remained more pessimistic in their outlook, believing that monetary policy was an inefficient means to tame inflation and that other policies should be better employed.¹

Illustrating this view, Fed Chairman William Miller observed in his first FOMC meeting in March 1978 that *“inflation is going to be left to the Federal Reserve and that’s going to be bad news. An effective program to reduce the rate of inflation has to extend beyond monetary policy and needs to be complemented by programs designed to enhance competition and to correct structural problems”*.² In this context of timidity about the effectiveness of policy, inflation expectations were allowed to de-anchor, opening the door to bouts of double-digit price rises. The outcome was a phase of so-called “stagflation”, where both inflation and unemployment rose in tandem.

The policy lesson that emerged from this period was that sustainable growth could not be separated from price stability, and that price stability in turn depended on a credible and committed monetary policy. From late 1979 onwards – with Volcker’s assumption of the Fed chairmanship – central banks converged towards this orientation and took ownership for fulfilling their inflation mandates. As their renewed commitment to control inflation became understood, inflation

¹ See Romer, C. and D. Romer (2013), “The Most Dangerous Idea in Federal Reserve History: Monetary Policy Doesn’t Matter”, *American Economic Review: Papers & Proceedings* 2013, 103(3): 55–60.

² Federal Open Market Committee meeting, Transcript, 21 March 1978.

rates fell steeply in a context of improved anchoring of inflation expectations. Central banks abandoned the self-absolving notion that price stability depended on other, non-monetary authorities.

As is well-known, the events that led to the 2008 crash confirmed that price stability is not a sufficient condition for macroeconomic stability. Yet it remains a necessary condition. And today in the euro area we face a situation where price stability is once more under threat – this time not through too high inflation, but through inflation remaining too low for too long.

In that context, the ECB has been engaged in an unprecedented expansion of its monetary policy toolkit to bring inflation back to its objective. Yet these measures have not been uncontroversial, and questions have been raised about their necessity. What I will discuss in my remarks today is *why* the ECB has been so determined to raise inflation, and *how* the measures it has adopted are contributing to that end. This requires that we first take a closer look at the ECB's objective.

1 The ECB's objective

The Treaty on the Functioning of the European Union establishes the ECB's primary objective as maintaining price stability. But unlike some other central banks, we have not been given a specific numerical inflation target by a legislature or ministry. To enhance accountability, in 1998 the ECB Governing Council decided that price stability should be defined in quantitative terms, as a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices for the euro area of below 2%, and that it should be maintained over the medium-term. Following a thorough evaluation of its monetary policy strategy in 2003, the Governing Council further clarified that, within this definition of price stability, it aims to maintain inflation rates "below, *but close to*, 2% over the medium-term".

In other words, since that clarification in 2003 the numerical range for the definition of price stability has been supplemented with a *focal point* at which the Governing Council aims, while the *temporal horizon* over which price stability has to be achieved has remained flexible. However, as inflation has consistently been ratcheting down to the bottom of the price stability range in the course of the past four years and our measures, as a consequence, have become more expansionary, how we interpret our objective and the relevant horizon for delivery have been called more into question. There have been two main issues raised.

First, some have asked *if the central bank should not be even more patient* in trying to bring inflation back to levels in the proximity of the upper ceiling of the price stability range.

In this line of thinking, low inflation today is predominantly being driven by global factors which will ultimately unwind if given sufficient time to work

through the economy. Due to inertia in the wage and price formation process, there is no particular risk of bouts of very low or even negative inflation feeding into sustained deflation. The central bank should therefore emphasise its medium-term orientation and extend the policy horizon until inflation returns to the desired level.

Second, others have queried whether it is justified for the ECB to be *so attached to its focal point of below but close to 2% at all*.

Any rate of inflation between 0% and 2% would be equally consistent with our price stability definition, this argument goes. Indeed, when inflation is at the lower end of the range and conventional policy tools are close to exhausted, the costs of using unconventional measures to drive inflation up outweigh the benefits in terms of preparing the ground for higher inflation in a not so distant future. The central bank should thus not be obsessive about delivering on its aim of a close to 2% inflation rate.

Let me address each of these issues in turn.

2 How patient can a central bank be?

On the face of it, the argument that central banks can tolerate periods of too-low inflation is correct. Inflation can move temporarily below – or above – our aim without requiring an immediate policy response. That is the implication of our medium-term orientation, which gives the central bank discretion over whether to react to short-run macroeconomic fluctuations. Yet that discretion is always bounded by two factors: the *nature of the shocks hitting the economy*; and the *credibility of our objective* in the face of those shocks.

If the economy has been hit predominantly by demand shocks, there is no case for the central bank to delay policy action. Both economic activity and inflation will tend to move in the same direction, presenting the central bank with an unambiguous policy prescription, which is to make its monetary policy more accommodative for a negative shock, and less accommodative for a positive one. The medium term in this case is the shortest period in which we can realistically bring inflation back to our objective, which is equal to the length of the monetary transmission lag.

However, if inflation developments are being driven by supply shocks – say, a supply-side induced decline in oil prices – the policy horizon can be more flexible. As activity and inflation move in opposite directions, if the central bank acts to counter fluctuations in prices, it risks exacerbating deviations from steady state output growth. But if instead we extend the medium-term horizon and tolerate lower inflation for a temporary period, there is no contradiction: we can “look through” the shock and wait until its effect on inflation fades out.

Crucially, however, our ability to lengthen the medium-term horizon in this way depends on our objective remaining credible – and especially when the economy is hit by repeated one-sided shocks and inflation deviates from our objective systematically in the same direction for a prolonged period.

In such circumstances, the inflation process can become subject to short-term spells of inertial drift.³ But if agents remain confident that below but close to 2% remains the orientation of policy, they will not factor past developments into their forward-looking price- and wage-setting behaviour, and inflation will return to our objective in the steady state. If on the other hand the determination to reach our inflation aim were to be questioned by the public, firms and households might start to look more at the track record of recent inflation and incorporate that in their behaviour – which technically would correspond to a permanent downward displacement of the Phillips curve. What began as a temporary period of low inflation could then become persistent.

In other words, if in a prolonged period of low inflation the central bank is so tolerant with its policy that the public loses faith in its ultimate inflation objective, it risks not just that expectations destabilise from its aim, but that the economy settles into a new regime of lower inflation, with both inflation and inflation expectations *re-anchoring towards the lower end of its price stability range*. Faced with such a risk, the policy horizon would immediately have to be shortened to re-establish our commitment and ensure that any outbreak of adaptive expectations was transient.⁴

So is this relevant for the euro area today? Certainly, we have faced a succession of one-sided global supply shocks since early 2013 and, with tangible intensity, since summer 2014 linked to the reversal of the commodities supercycle. This requires flexibility over the policy horizon.

In line with the rule-book that I just expounded, the ECB response was indeed measured in the early phase of rapid disinflation. Except for our announcement of forward guidance in summer 2013 and a restriction of the monetary policy corridor in November of that year – both measures intended to insulate our money market conditions from the volatility introduced by the dollar tantrum episode in late spring of that same year – our policy rates and non-standard measures were left unaltered until June 2014. We acknowledged that, in conditions of slow recovery, the unwinding of the previous strong contributions of energy prices to headline inflation would counsel patience.

³ Gordon, R. (2013), “The Phillips Curve is Alive and Well: Inflation and the NAIRU During the slow recovery”, NBER Working Paper No. 19390, August 2013.

⁴ For more on this point see Praet, P. (2015), “Price stability: a sinking will-o'-the-wisp?”, intervention during a panel on “The elusive pursuit of inflation” at the IMF Spring Meetings Seminar, Washington, 16 April 2015.

Yet, as the recovery proved more subdued and vulnerable to outside shocks than we had expected, and the descent of inflation to the lower portion of the price stability range accelerated and became more entrenched, our attention shifted to a wide spectrum of inflation expectations. The risk was that, unlike in previous episodes of sharp oil price reversals, inflation expectations might lose their resilience, due to accumulating evidence that the return of headline inflation to our objective had been repeatedly put back.

Indeed, despite a first reduction in the deposit facility rate to a moderate negative level in June 2014, and the simultaneous announcement of a first series of targeted long-term operations designed to unblock the transmission mechanism, during the summer of 2014 long-term inflation expectations started a gradual decline to levels unseen since the start of monetary union. With unabsorbed slack continuing to hold back core inflation, the end point of convergence after the negative supply-side shocks would fade out of measurement remained unclear, as core inflation – not headline inflation – is a good predictor of headline inflation over the medium term.⁵ As such, the importance of core inflation in determining long-term inflation expectations also appeared to be increasing. Without further decisive policy action, sized to a scale appropriate to arrest the process, a downward re-anchoring towards a lower inflation rate could not have been ruled out.

These considerations led the Governing Council to announce in January 2015 that the private-credit asset purchase programme that had already been decided over the previous summer would be expanded in magnitude to include sovereign securities. The programme has been re-scaled and re-designed in December 2015 and in March of this year.

3 The costs of too-low inflation

Let me move to the second question about our policy: even if a re-anchoring of expectations around levels in the lower portion of the price stability range were to take place, why is that fundamentally a problem? The answer to this has two parts. First are the costs that come from the level of inflation being too low, both in the steady state and when dealing with the legacies of the crisis. Second are the costs that arise from transitioning between different anchors for inflation, and especially when the original objective is not being fulfilled.

In terms of the costs of too-low inflation, there are three main issues, each of which we emphasised when we clarified our objective in 2003.

⁵ ECB (2016), “The relationship between HICP inflation and HICP inflation excluding energy and food”, Box 7, Economic Bulletin, Issue 2/2016.

First, in the presence of downward rigidities, delivering an inflation rate closer to 2% than to 0% supports product and labour market functioning.

On the product market side, it allows relative prices to adjust more easily across goods and services in response to shifts in aggregate supply and demand, which improves price signalling and resource allocation. At an average inflation rate of 2%, relative prices can realign around that level without producers necessarily needing to cut prices in nominal terms, whereas at lower inflation rates nominal downward rigidities are more likely to bite and hamper the adjustment process. On the labour market side, a 2% inflation rate provides an important margin of adjustment in the face of shocks. When demand falls and nominal wages are sticky rather than downwardly flexible, the unemployment cost is cushioned by the higher general rate of inflation, as this effectively lowers the real wages that firms have to pay.

In summary: the idea that nominal wage rigidities may be an insurance mechanism against deflation becoming endemic – just because it mechanically prevents prices from falling – is a partial equilibrium fallacy. In the face of declining prices, wage rigidities shift the burden of adjustment onto the scale of employment, as firms attempt to recover mark-ups which are being eroded by high labour costs measured in inflation-adjusted terms. The higher jobless rate which results from this labour shedding process exacerbates the downward pressure on the general price level and sets the conditions for this process to become self-feeding.

Second, following a similar logic, an inflation rate closer to 2% facilitates cross-regional adjustments in relative prices within a monetary union.

A higher “nominal bar” allows countries to reduce inflation relative to the euro area average without having to run up against downward rigidities or enter outright deflation. This was an important consideration when the Governing Council first decided to identify the focal point close to 2% within its price stability range. At the time, core economies, such as Germany and France, were seen as being systematically driven towards the floor of the range since other “catching-up” economies, such as Spain, were operating at high inflation rates and therefore pulling up the euro area average. Letting the average increase toward the upper limit of the range would, it was thought, facilitate the workings of those core economies which were adjusting their relative competitiveness position vis-à-vis other members.

Today we face similar heterogeneity in country-based inflation, but the positions of the core versus non-core economies have reversed. Several non-core economies have had to undergo large relative price corrections to reverse the intra-area imbalances accumulated in the boom period. At the same time, core economies have systematically operated at lower inflation rates, pulling down the euro area average against which non-core countries have to adjust. In those

conditions, ensuring that the “nominal bar” remains in line with our objective is essential to enable a smooth and expedited adjustment process. Indeed, as we remain mired in the legacies of the financial crisis, it is perhaps even more pressing today than it was in the early life of our currency union.

Third, an objective closer to 2% provides a crucial “safety margin” for monetary policy against running into the lower bound on policy rates, and thus provides more scope to use conventional instruments, rather than unconventional and still relatively untested measures, to respond to future shocks. This is because, for a given real interest rate, a higher inflation objective implies a higher nominal interest rate over the cycle.

Just as for relative price adjustments, this rationale is also perhaps more important today than when we established our aim. ECB estimates at that time suggested that, with an objective of 2%, the probability of interest rates reaching zero was close to zero.⁶ We know now that this was likely an underestimate. Moreover, we assumed a real equilibrium interest rate of 2% on average, which may well be lower today given the evolution of the secular and cyclical forces since then.⁷ In that context, if real rates were to continue their trend decline and inflation were to settle lower as well, nominal interest rates could well be considerably lower over future cycles. The central bank might then have to resort to unconventional measures more frequently to fulfil its mandate.

This reveals the implicit trade-off in the argument that central banks should not fight too-low inflation because the unconventional measures required to do so produce more costs than benefits. If central banks did not use such measures to raise inflation today, they would be more likely to have to use them tomorrow, by which time low inflation and sluggish growth would have interacted to cause an even deeper slump. By contrast, by acting decisively to defend our objective now, we ward off more severe macroeconomic imbalances and create the minimal conditions for macroeconomic normalisation, which in turn is a precondition for policy normalisation.

4 The costs of transitioning downwards

Alongside the costs of a low inflation regime, there are also costs associated with the transition process itself. Again there are three main issues.

⁶ Coenen, G. (2003), “Zero lower bound: is it a problem in the euro area?”, ECB Working Paper Series No. 269, September 2003.

⁷ For a fuller explanation of this point see Praet, P. (2015), “The low interest rate environment in the euro area”, speech at a Pension Funds Conference organised by De Nederlandsche Bank in Bussum, 10 September 2015.

The first is the impact of unexpectedly low inflation on real interest rates and debt dynamics.

When interest rates have reached zero, a downward re-anchoring of inflation implies rising expected real interest rates. That is very problematic in current conditions since, with the economy still adjusting to pre-crisis investment misallocations, the real equilibrium interest rate is now at very low – possibly negative – levels. A fall in inflation would thus pull short-term real interest rates away from their market clearing levels. Saving and investment imbalances would then have to be resolved in another way, which in a market economy would take place through a fall in income levels, in turn compressing savings. In other words, in the environment we face today, the transition to lower inflation rates would risk the economy adjusting through recession.

A parallel drop in inflation and rise in real rates would also complicate the necessary workout of the debt overhang bequeathed by those pre-crisis excesses.⁸ Lower-than-expected inflation implies that a higher share of firms' and households' income has to be diverted to debt service than was planned when the loan was taken out. That can in turn lead to a redistribution between borrowers and lenders, which may have negative demand effects due to their different propensities to consume and invest. Inflation turning out below expectations also more generally impedes the process of deleveraging which is required to reduce high debt levels.

Indeed, deleveraging can take place through two channels, which are both important: balance sheet deleveraging (i.e. debt repayment and write-offs) and macroeconomic deleveraging (i.e. growth and inflation). While it is sometimes argued that accommodative monetary policy delays the former, it also supports the latter. In fact, those economies where central banks have resorted to such policies earlier and more aggressively are also those that are most advanced with deleveraging. The reason is that by generating higher growth and inflation in line with their objectives they have been able to minimise the need for balance sheet deleveraging and the associated credit contraction. That has in turn contributed, in a virtuous circle, to a quicker elimination of slack and stronger nominal growth.

To illustrate, nominal GDP growth has contributed around 20 percentage points to both household and corporate debt reduction in the US, and almost 30 percentage points in the UK, compared with just 10 percentage points in the euro area.

Second – and more fundamentally – allowing inflation to re-anchor downwards comes with a high risk of credibility losses for the central bank, and especially when the objective is not being met.

⁸ See Kalemli-Özcan, S., L. Laeven and D. Moreno (2015), "Debt Overhang, Rollover Risk and Investment in Europe", mimeo.

Such losses create true welfare costs for society, as pointed out in the classical contributions by authors like Kydland and Prescott (1977) or Barro and Gordon (1983).⁹ And in the current low inflation environment, it would have similarly adverse implications for our credibility as the admissions by some central bankers in the late 1970s that high inflation was an intractable problem and impervious to monetary policy action. We know from that era how costly this can be for central banks' ability to deliver long-term price stability. Disavowing the inflation aim in current conditions might also be perceived especially negatively by the public, for instance as revealing expectations of "secular stagnation" and associated weak price pressures.

Indeed, Eggertsson and Pugsley (2006) show that, in a fragile post-crisis situation where monetary policy is sustaining the recovery, any perception that the central bank is adopting greater tolerance towards a future regime of lower inflation can have very negative effects. Looking at the Great Depression period, they argue that the return of the US economy to recession in 1937 resulted from a perception that the Fed had abandoned its commitment to reflation, creating pessimistic expectations of future growth and inflation that fed into both expected and actual deflation. The economy then became caught in an equilibrium of "contractionary beliefs".¹⁰

Third, once central banks let inflation expectations drift away from their previous anchor and fail to counteract this through forceful policy action, there is no guarantee that expectations will naturally settle at another desirable level.

As Orphanides and Williams (2004) show, it is precisely by defending its inflation objective that the central bank facilitates the public in learning how to process the flow of information, and thereby influences the formation of inflation expectations.¹¹ Without such an orientation, expectations may continue to drift in the same direction, and a *re*-anchoring of inflation expectations may morph into an outright *de*-anchoring of inflation expectations with no visible end-point. In such conditions, monetary policy would face an uphill battle to preserve inflation rates compatible with any reasonable definition of price stability.

To see this, consider a simple Phillips curve framework that relates inflation to measures of economic slack. Accommodative monetary policy reduces the degree

⁹ Kydland, F. and E. Prescott (1977), "Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*, 85, 473-490. Barro, R. and D. Gordon (1983), "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, 12, 101-120.

¹⁰ Eggertsson, G. and B. Pugsley (2006), "The Mistake of 1937: A General Equilibrium Analysis," *Monetary and Economic Studies*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, vol. 24(S1), pages 151-190, December.

¹¹ Orphanides, A. and J. Williams (2004), "Imperfect Knowledge, Inflation Expectations, and Monetary Policy," NBER Chapters, in: *The Inflation-Targeting Debate*, pages 201-246 National Bureau of Economic Research, Inc.

of economic slack and thereby puts upward pressures on inflation – a move of the economy along a given Phillips curve. But when inflation expectations change, this is not the only dynamic pattern taking place. Instead, a change in inflation expectations alters the inflation rate to which the economy will gravitate when it reaches full employment. We can think of a decline in inflation expectations as a downward shift in the Phillips curve, leading to a lower intercept.

Clearly, this downward shift in the Phillips curve counteracts the reflationary impact that the accommodative monetary policy intends to achieve via the absorption of economic slack; and the downward impact may, in fact, dominate in certain conditions. In particular, if the relationship between inflation and slack is relatively weak – implying a flat slope of the Phillips curve – a given degree of monetary accommodation is less likely to trigger the upward momentum in prices necessary to compensate for falling inflation expectations. As a consequence, actual inflation may decline, even in situations where monetary policy has been successful in reducing slack.

The economy may then enter on a self-sustaining spiral: declining inflation expectations shift down the Phillips curve, which puts downward pressure on actual inflation, which in turn translates into a further decline in inflation expectations.

5 How the ECB's measures support price stability

So there is a strong rationale for *why* the ECB has acted to lift inflation back towards our objective. But *how* do our measures work towards achieving this?

As I mentioned above, the risks of a downward re-anchoring of inflation and inflation expectations led the Governing Council to expand its asset purchase programme (APP) in January 2015 and to rescale that programme in December 2015 and March 2016. The APP has been complemented by two further non-standard instruments: a series of targeted long-term refinancing operations (TLTROs) and a negative deposit facility rate (DFR), both of which were also adjusted at the December and March policy meetings. These measures form a mutually reinforcing policy package.

Our decision to respond to emerging shocks by rescaling these measures – rather than adopting new ones – has hinged on our confidence that they are effective in lifting inflation back towards our objective. This is based on two assumptions about the monetary transmission process: first, that our policy package has led to improved financial and borrowing conditions; and second, that improved financial and borrowing conditions have led and will lead to higher real activity, reduced economic slack and upward pressure on inflation.

We are confident in those assumptions because the mechanisms through which our policy measures should boost the economy are clear. Theory suggests they should ease financial conditions through a combination of supportive channels, contributing to a lower cost of debt finance, a lower cost of equity and a lower exchange rate, all of which contribute to raising consumption and investment.

First, via the portfolio rebalancing channel, the measures lower yields on a wide array of financial assets, implying a broad-based easing of financial conditions. The primary instrument in this regard is the APP, which compresses the term premia which are incorporated in risk-free interest rates and thereby encourages investors to move up in the maturity and risk ladder and shift to other, non-targeted asset classes. The negative DFR in turn discourages selling agents from hoarding the additional liquidity, speeding up the process of asset reallocation and reinforcing the downside pressure on the long end of the term structure of interest rates.

Second, via the direct pass-through channel, our package eases borrowing conditions in the real economy by easing banks' refinancing conditions and supporting non-financial corporates directly. This channel is perhaps most prominent in the case of the TLTROs, which through built-in incentive mechanisms ensures that the funding cost benefit is passed on to borrowers. It also applies to our purchases of ABS and covered bonds, which encourage banks to increase their supply of loans that can be securitised, and more recently our decision to start a corporate bond purchase programme. In addition, substitution effects induced by the TLTROs can result in a reduction in the supply of bank bonds, which translates into lower yield on bank bonds for the financial sector as a whole.

In parallel, portfolio rebalancing supports this direct pass-through channel, as lower term spreads on public securities encourage a shift in the composition of banks' portfolios toward other types of exposures with a higher risk-adjusted return, especially loans. The resulting increase in credit supply lowers its cost.

Third, via the signalling channel, the policy package triggers a downward revision of market expectations for future short-term interest rates, which aids portfolio rebalancing and direct pass-through effects by further flattening the risk-free curve. In the case of the DFR, our forward guidance that rates will stay at present or lower levels for an extended period of time – and beyond our net asset purchases – tilts downwards the probability distribution of the expected path of future rates. The signalling channel also helps stabilise inflation expectations, thereby preventing an unwarranted tightening in real long-term rates with negative effects on investment and consumption.

6 Impact on financial conditions

How do we know that these positive effects of our policy package are indeed occurring and that they are sufficiently powerful to achieve the desired outcomes? In terms of financial conditions, the evidence so far suggests that the impact of our policy has been substantial. Since June 2014, we have seen a broad-based easing in money market conditions, long-term government bond yields, corporate and bank bond yields, bank lending rates to firms and households, and the growth of money and credit.

Using a number of econometric techniques, we find that without our policy measures, financial conditions would be considerably tighter today. Event studies conducted by ECB staff give evidence about the central role of our policy package in the broader easing of financial conditions since June 2014¹². A sizeable impact is estimated for long-term sovereign bonds – around 90% of the total fall in euro area yields. The spillovers to yields of other asset classes are significant, too, in the case of euro area financial and non-financial corporate bonds. While the stock market has overall underperformed in the period since June 2014, we estimate that without our measures stock prices would be notably lower.

On top of this, ECB analysis finds that our policy package has had a substantial direct effect on bank lending rates, as well as an indirect effect on lending conditions through their marked impact on long-term government bond yields.¹³ This effect has been further reinforced by the beneficial impact of lower long-term yields on the macroeconomic outlook and hence on the macroeconomic risk embedded in lending rates. Counterfactual simulations by our staff attribute 40-60bps in the decline in bank lending rates to the indirect impact of the TLTROs and APP through this channel.¹⁴

We have also tested the effectiveness of our measures using more micro analysis, for instance by gauging how they have affected the behaviour of TLTRO borrowers relative to non-borrowers. This analysis shows that TLTRO borrowers have reduced their recourse to wholesale funding more than other banks, allowing them to lower their funding costs. This has in turn raised bank bond prices and, in combination with spillover effects from the APP, helped suppress the cost of financing for banks across euro area countries, benefiting banks regardless of their recourse to Eurosystem lending operations. The role of our measures as a driver of these developments is confirmed by banks' responses to the Bank Lending Survey (BLS).

¹² For more on the methodology behind these estimations see ECB (2015), "The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures", Box 2, Economic Bulletin, Issue 7/2015.

¹³ Altavilla C., G. Carboni and R. Motto (2015), "Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area", ECB Working Paper No. 1864.

¹⁴ These estimates are based on a counterfactual simulation of lending rates using a panel BVAR of euro area banks and the long-run effect of lower government bond yields on NFC lending rates using a panel-error correction model, also estimated at bank level.

This funding improvement can in turn be seen in bank lending conditions: analysis of the bidding of banks in TLTROs shows that there has been a close relationship between participation in these operations and lending behaviour, especially in vulnerable countries. We find that banks located in vulnerable countries that have participated in TLTROs have lowered their lending rates by more than non-participants. This has resulted both from the lower financing costs elicited by the TLTRO, which has created scope for banks to reduce lending rates, and the increased lender competition for good credit it has spurred. These patterns are again confirmed by the responses to the BLS.¹⁵

Micro evidence confirms that the negative DFR has empowered the APP, too.¹⁶ ECB staff research finds that bank balance sheet reactions to holdings of excess liquidity have changed as a result of this policy: for example, banks in less vulnerable euro area countries were found to have granted more loans to the real economy than would have been the case without negative rates. In addition, banks with large holdings of excess liquidity, in particular in less vulnerable Member States, were found to have rebalanced significantly more towards non-domestic euro area government bonds than in the absence of the negative DFR. This behaviour is likely to have contributed to a reduction in fragmentation and a more uniform transmission of monetary policy, in the past year or so.

In sum, relative to the counterfactual scenario, our policy package has had a tangible improvement in financial and borrowing conditions.

7 Impact on output and inflation

This improvement is a sign that our measures have cleared important hurdles on their way to supporting the macroeconomy. What we have not seen yet, however, is a significant recovery in the path of either headline or core inflation. This has led some observers to question whether the second leg of the transmission – from financial conditions to real activity and inflation – is still intact.

Of course, the fact that this easing has occurred concurrently with the economy receiving new shocks poses a fundamental identification problem. Or put another way, we have to be careful to avoid assessing monetary policy by “looking out the window”.¹⁷ This describes the process of eyeing where certain key variables are today compared with the beginning of the policy, and then concluding that

¹⁵ ECB (2015), “The transmission of the ECB’s recent non-standard monetary policy measures”, Economic Bulletin, Issue 7/2015.

¹⁶ Demiralp S., J. Eisenschmidt and T. Vlassopoulos (2016), “The impact of negative interest rates on bank balance sheets: Evidence from the euro area”, ECB mimeo.

¹⁷ Blinder, A. (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge: MIT Press.

the policy has succeeded or failed. But this is not how rigorous economic analysis is conducted. Given that the economy is never static, one always needs to assess a counterfactual scenario; what would have transpired without the policy action.

In that context counterfactual analysis has also helped us to measure the impact of our measures along another dimension: their macroeconomic propagation.

Our impact assessment on GDP and inflation spans a large and diverse suite of models, reflecting alternative modelling traditions, and capturing different transmission channels, in particular in relation to the impact of asset purchases. Some models mainly draw on empirical time-series methodologies, while others draw on (semi-)structural macro models, with an important role for financial frictions, and on macro-finance term structure models.

Intuitively, the various model assessments share the idea that the relevant variable in modelling the impact of the APP is the expected future path of central bank asset holdings (i.e. the evolution of the “stock” of assets) under the programme. In some models, the full path of the central bank portfolio enters the decision problem of economic agents upon announcement of the programme. This is consistent with empirical evidence from event studies which supports the view that financial markets respond on impact to the announcement of asset purchases, and even prior to the announcement when expectations of a programme build up.

At the same time, for robustness considerations some models have entertained the alternative assumption that asset purchase programmes affect the behaviour of economic agents only gradually. Such effects are compatible with a situation in which financial markets learn over time the implications of the central bank’s asset purchases, or in which such purchases trigger changes in local liquidity conditions. A related distinction across those model assessments is how this expected future path of asset purchases is mapped into the macroeconomy. Many of these models include directly the quantity of central bank asset purchases, and embed mechanisms that allow the transmission of purchases to the economy and inflation. The remainder of the models indirectly back out the effect of asset purchases on the economy on the basis of a two-step approach.

The results from this comprehensive exercise suggest that, relative to the counterfactual scenario, our measures (excluding the March 2016 decisions) have provided significant support to output and inflation. In the absence of our policy package, inflation would have been negative in 2015. In 2016 it would have been at least half a percentage point lower than we forecast currently and around half a percentage point lower in 2017. The impact of the policy measures on euro area GDP is also sizeable (again excluding the March 2016 decisions). According to the staff assessment, our policy is contributing to raise euro area GDP by around 1.5% in the period 2015-18.

In sum, while this staff assessment must be qualified, the results of our counterfactual simulations show that the expected return of inflation to levels closer to our objective relies to a significant extent on continued monetary accommodation. If inflation has remained weak, it is not because policy has been ineffective, but rather because new shocks have hit the economy in the meantime. The scaling-up of our policy measures has hence been the appropriate response in the face of intensifying headwinds; indeed, had it not been for these measures, the economic environment would likely be considerably more troubling today.

If further adverse shocks were to materialise, our measures could be recalibrated once more commensurate with the strength of the headwind, also taking into account possible side-effects.

8 Conclusion

Decades of experience have confirmed the importance of price stability for macroeconomic stability and sustained economic growth. That is true both when inflation is too high and when it is too low. The prolonged period of low inflation we are in today has increased the risks that inflation misses might become persistent, which would be deeply damaging for the economy. This is why we have reacted so forcefully to secure our objective – and will continue to do so in the future if necessary.

The monetary policy package the ECB has adopted since June 2014 has been effective. It has led to a substantial easing of financial conditions, and this has in turn led to an improvement in both output and inflation relative to counterfactual scenarios. Arguments that our policy has not worked because inflation has remained subdued are misguided, since they do not take into account the series of shocks we have faced between mid-2014 and today.

That being said, we have consistently maintained that a strong and sustainable recovery from the crisis requires a comprehensive response that involves all economic policies. A return to higher structural growth and employment cannot depend on monetary policy.

Retos de la economía española

Retos de la economía española.

Una introducción

Pablo Hernández de Cos

Banco de España

LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA tras la Gran Recesión está siendo intensa, con un ritmo de crecimiento del PIB que se aceleró en 2015 hasta el 3,2 %, desde el 1,4 % observado en 2014, ritmo que se habría mantenido a lo largo de 2016. Esta recuperación se ha producido en un contexto de menor crecimiento global y de debilidad cíclica en el área del euro y se ha basado tanto en algunos aspectos de carácter transitorio, como son los derivados de los sucesivos descensos en el precio del petróleo y los estímulos provenientes de la política monetaria del Banco Central Europeo y, en los dos últimos ejercicios, del tono expansivo de la política fiscal, como en otros de carácter más permanente. Entre estos últimos destacan las mejoras en el ámbito de la competitividad, el ajuste del sector inmobiliario, el saneamiento y la reestructuración del sector financiero y el desendeudamiento privado, que se está trasladando a incrementos significativos en el empleo.

En efecto, un elemento crucial de la evolución reciente de la economía española es el relativo al proceso de mejora de la competitividad derivado del ajuste de precios y costes relativos de bienes y servicios. Esta mejora ha sido más visible en términos de los costes laborales por unidad de producto, de acuerdo con los cuales en los últimos años se habrían corregido casi completamente las pérdidas de competitividad acumuladas, que fueron de cerca de un 20 %, desde el inicio de la Unión Económica y Monetaria (UEM) hasta 2008.

También es evidente la corrección del desequilibrio acumulado en el sector inmobiliario, que se ha concretado en una reducción de los precios de la vivienda de un 45 % en términos reales y de las transacciones inmobiliarias del 72 % desde sus máximos alcanzados en 2007, así como en un descenso sustancial del peso de la inversión residencial en el PIB, desde el 12 % previo a la crisis al 4 % actual, lo que ha permitido una estabilización e incipiente recuperación de este sector.

En el caso del sector financiero, los avances en el proceso de reestructuración y recapitalización de las entidades han sido muy significativos, de forma que en la actualidad estas superan con holgura los mínimos regulatorios. Así, la ratio de capital ordinario de nivel 1, CET1, en junio de 2016 alcanzó el 12,4 %, mientras que la mejora de la actividad económica ha permitido continuar disminuyendo el volumen de activos dudosos, que se han reducido un 38 % desde diciembre de 2013. Además, en un contexto de abundante liquidez, propiciada por las diversas medidas expansivas introducidas por el Eurosistema, las entidades se han financiado holgadamente.

Por otra parte, en junio de 2016, las ratios de endeudamiento de las familias y de las empresas españolas se situaron en el 67 % y el 84 % del PIB, respectivamente, de forma que acumulan retrocesos de 18 puntos porcentuales (pp) y 34 pp, desde los máximos alcanzados a mediados de 2010. Asimismo, la brecha entre los niveles de endeudamiento en España y en el área del euro ha descendido hasta situarse en 9 pp y 6 pp, respectivamente. Todo ello sugiere que el proceso de desalancamiento del sector privado se encuentra en una fase muy avanzada. Además, este proceso se está tornando progresivamente menos costoso, al descansar en menor medida que en el pasado en flujos de financiación netos negativos y más en el avance de las rentas.

Las diversas decisiones en el ámbito monetario y financiero, que incluyen la mencionada reestructuración y el saneamiento del sector financiero español y las sucesivas medidas adoptadas por el BCE, han generado una mejora de las condiciones de financiación de la economía, tras el fuerte deterioro observado en el momento culminante de la crisis de deuda soberana. En concreto, además de una caída sustancial del tipo de interés de la deuda pública española tanto en términos absolutos como en relación con la alemana, el diferencial de tipos de interés frente al núcleo del área en los nuevos créditos a sociedades no financieras por importes inferiores a un millón de euros (que tienden a coincidir con los concedidos a empresas pequeñas) se ha reducido 2,4 pp desde mediados de 2013, mientras que el correspondiente a los créditos por importe superior a esta cuantía ha caído 0,7 pp. Esta disminución de los costes de financiación ha venido acompañada por una mejora en el acceso al crédito, como reflejan las encuestas realizadas a las entidades y a las propias empresas y los datos disponibles sobre tasas de aceptación de las solicitudes de préstamos recibidas por las instituciones crediticias.

El ajuste competitivo mencionado actuó, en primer lugar, dinamizando las exportaciones, para posteriormente trasladarse sobre el gasto interno y el empleo, lo que ha permitido reducir la tasa de paro en 8 pp, desde el máximo alcanzado en el primer trimestre de 2013, en que se situó en el 26,9 % de la población activa, hasta el 18,9 % registrado en el tercer trimestre de 2016.

Todos estos desarrollos han facilitado la consolidación de una capacidad neta de financiación del conjunto de la nación frente al exterior, que alcanzó el 2,4 % del

PIB en el tercer trimestre de 2016 (acumulado de cuatro trimestres), lo que representa una mejora de casi 12 pp de PIB desde el máximo nivel de necesidad de financiación alcanzado en 2007.

La magnitud e importancia de estas mejoras no debe ocultar, sin embargo, el hecho de que la economía española afronta todavía retos significativos, entre los que destaca la necesidad de reducir el elevado desempleo y de retomar una senda de consolidación fiscal consistente con una reducción sostenida de la deuda pública; todo ello, en un contexto en el que el elevado endeudamiento externo y las cuantiosas necesidades de refinanciación correspondientes siguen constituyendo un elemento de vulnerabilidad. Una mejora de las perspectivas de medio plazo requiere, además, impulsar la productividad, cuyo escaso dinamismo reduce las posibilidades de crecimiento, y afrontar los efectos de la dinámica del envejecimiento poblacional.

Sirvan algunas cifras para ilustrar estos retos. Ya se ha mencionado que la tasa de paro se sitúa todavía cercana al 19 % en el tercer trimestre de 2016. Esta tasa se encuentra todavía muy por encima de la observada en otros países europeos y en niveles socialmente inaceptables. Además, hay que tener en cuenta que la reducción del desempleo no se ha trasladado con una intensidad suficiente a los colectivos que llevan más tiempo desempleados, lo que aumenta la probabilidad de que este se convierta en estructural. De hecho, el porcentaje de paro de larga duración (más de un año en esa situación) todavía permanece en el 56,6 %. Como también persiste el problema de dualidad del mercado de trabajo español, como evidencia el hecho de que el crecimiento del empleo se sigue concentrando en la contratación temporal, que alcanzó el 27 % en el tercer trimestre de 2016, casi 5 pp por encima de su nivel de principios de 2013, cuando esta tasa registró su mínimo cíclico. Asimismo, a pesar de las sucesivas reformas laborales, la relación entre los incrementos salariales negociados y la situación cíclica de los distintos sectores productivos sigue siendo muy reducida, al igual que la dispersión de los incrementos salariales entre empresas. Detrás de este fenómeno, se encuentra una estructura de la negociación colectiva caracterizada por la prevalencia de convenios sectoriales, con una escasa incidencia de los convenios de empresa, que afectan solo al 6 % de los trabajadores. La solución de estos problemas exige actuaciones de política económica que, entre otras cuestiones, permitan a las empresas optar por una adecuación de las condiciones laborales a su situación específica y refuercen su flexibilidad interna, potencien el atractivo de la contratación indefinida, y aumenten la empleabilidad de aquellos trabajadores que han acumulado mucho tiempo en el desempleo y presentan niveles de cualificación reducidos.

En el terreno de la política fiscal, las Administraciones Públicas españolas registraron un déficit del 5,1 % del PIB en 2015, y la ratio de deuda pública sobre el PIB se sitúa alrededor del 100 % del PIB. Los retos que para el conjunto de la economía plantea este desequilibrio fiscal no deben minimizarse, y a ellos se añaden, desde una perspectiva de medio y largo plazo, los derivados del impacto del envejecimiento de

la población sobre las finanzas públicas. Volúmenes altos de déficit y deuda pública sostenidos durante períodos prolongados suelen estar asociados, en general, a mayores tipos de interés y, por tanto, a menores tasas de inversión privada y crecimiento en el medio plazo, y reducen el margen de maniobra para que la política fiscal pueda ejercer un papel contracíclico. Asimismo, la necesidad de apelar recurrentemente a los mercados financieros para refinanciar un volumen elevado de deuda y de déficit corriente aumenta la vulnerabilidad de la economía ante posibles reacciones adversas del sentimiento inversor, tal y como se ha evidenciado en los sucesivos episodios de tensionamiento que han sufrido diversos mercados de deuda soberana europea desde 2010.

Por otra parte, el entorno de baja rentabilidad en el que nuestras entidades de crédito están desarrollando su actividad, problema compartido con el resto de los países de la UEM, representa también un reto importante. Con un margen de intereses por unidad de activo que se sitúa cerca de sus niveles mínimos históricos, un volumen de actividad bancaria nueva aún muy limitado y un volumen elevado de activos no productivos en los balances bancarios, la presión a la baja sobre la cuenta de resultados es evidente. En este contexto, las entidades deben perseverar en sus esfuerzos por aumentar la eficiencia.

Asimismo, a pesar de la reducción de la deuda privada, España mantiene un endeudamiento con el exterior muy alto, lo que constituye un importante elemento de vulnerabilidad frente a eventuales desarrollos adversos en los mercados internacionales. Así, la posición de inversión internacional deudora neta (PII neta) se situaba en el segundo trimestre de 2016 en el 88,5 % del PIB, cifra muy elevada tanto si se compara con otros países de la zona del euro como con otras economías avanzadas. Y la deuda externa bruta, que engloba los pasivos exigibles, se mantiene en un nivel significativo (171,5 % del PIB en el segundo trimestre de 2016). La corrección de este endeudamiento exterior requerirá mantener superávits por cuenta corriente de forma sostenida durante un período prolongado, para lo cual resulta imprescindible profundizar y afianzar las ganancias de competitividad alcanzadas durante los últimos años.

Finalmente, no se puede olvidar el reto de la productividad, cuyo aumento resulta crucial para alcanzar tasas de crecimiento económico más elevadas en el medio plazo, en particular dado el efecto negativo del envejecimiento progresivo de la población. En el caso español, la evolución de la productividad total de los factores (PTF) mostró una desaceleración muy significativa durante los años de expansión previos a la última crisis económica. Durante la crisis y en la fase de recuperación posterior se ha observado un cierto repunte de esta variable. Sin embargo, sus tasas de crecimiento son significativamente inferiores a las de otros países desarrollados, como Estados Unidos o Alemania. El incremento de la productividad es una tarea compleja y exige múltiples actuaciones, que incluyen

reformas en los mercados de productos y de trabajo, el fomento de la acumulación de capital humano y tecnológico, la mejora de la calidad institucional, revisar la normativa que dificulta la creación y el crecimiento empresarial, y favorecer una selección rigurosa de los proyectos de infraestructuras públicas, entre otras.

En definitiva, todos estos retos demandan una agenda de política económica decidida. Este será el objeto de discusión de esta mesa redonda.

Endeudamiento privado y exterior de la economía española: el ajuste del sector financiero

José Manuel Campa
Banco Santander

MUCHAS GRACIAS POR LA INVITACIÓN para participar en este panel sobre retos de la economía española dentro de esta conferencia en reconocimiento de la carrera de José Luis Malo de Molina. José Luis ha contribuido a lo largo de su vida profesional al conocimiento y a la forma en que la gran mayoría de los economistas interesados en la economía española nos aproximamos a ella para su análisis y mejor conocimiento. En este sentido, creo que todos nosotros hemos estado en mayor o menor medida «pulidos» por el trabajo de José Luis.

Evolución del endeudamiento privado y exterior de la economía

El ajuste realizado por la economía española desde el inicio de la crisis económica en el comportamiento de su endeudamiento privado y exterior ha sido muy sustancial. Aunque el endeudamiento total de nuestra economía no ha sufrido una variación sustancial, sí lo ha hecho su composición. La disminución del endeudamiento privado se ha visto más que compensado por la evolución del endeudamiento de las Administraciones Públicas. El resultado neto de estos ajustes ha sido que la disminución del endeudamiento exterior de nuestra economía ha sido muy inferior al ajuste en el endeudamiento privado.

En el ajuste del endeudamiento privado hay que distinguir entre el sector de los hogares y el de las empresas. La deuda de las familias ha pasado de suponer el 84 % del PIB en el año 2009 al 67 % del PIB en el año 2015 (III TR). Esta ratio se encuentra ahora muy próxima a la media de la zona del euro (60 % del PIB). Esta media para la zona del euro ha permanecido constante durante ese período. Más relevante es que la ratio de deuda de las familias españolas está hoy por debajo de

las ratios de endeudamiento de familias del Reino Unido y Estados Unidos, países ambos, como España, con un alto porcentaje de vivienda en propiedad.

La deuda de las empresas no financieras ha disminuido de forma aún más abrupta, pasando de un máximo del 132 % del PIB en el año 2010 a suponer el 106 % en 2015. De nuevo, la ratio actual de endeudamiento de las empresas no financieras españolas es la misma que para la media de las empresas no financieras de la zona del euro (105 % del PIB) y, como en el caso de las familias, la ratio de la zona del euro ha permanecido prácticamente constante durante este período.

Este ajuste en el endeudamiento del sector privado ha sido más que compensado por el endeudamiento público. La deuda pública prácticamente se ha doblado en términos nominales entre el año 2009 y la actualidad. La deuda pública ha pasado de suponer el 52,7 % del PIB en 2009 al 99 % a principios de 2016. Se ha incrementado en el 46,3 % del PIB, lo que compensa el descenso en un 41 % del PIB de la deuda de las familias y las empresas no financieras en ese período.

La evolución neta resultante de estos comportamientos determina que nuestra economía siga manteniendo una alta dependencia de la financiación exterior y nuestra deuda neta exterior se haya mantenido prácticamente estable durante este período.

Un aspecto importante adicional al descenso de la deuda corporativa en manos extranjeras es también el cambio en la composición de los flujos de financiación que nuestras empresas reciben del exterior. En concreto, se registró una desinversión en deuda corporativa por parte del resto del mundo de 20.000 millones de euros desde 2009, al mismo tiempo que se registraron unas entradas netas de 9.000 millones en participaciones de capital. La intensificación de las compras de acciones por parte de extranjeros comenzó a finales de 2014. Esta diferencia en la composición también supone un importante cambio en la vulnerabilidad del sector empresarial ante posibles cambios de actitud de los inversores internacionales.

Adicionalmente, si miramos al componente del ajuste de la estructura de capital en las empresas no financieras, existe un comportamiento claramente diferenciado en función de las características de las empresas dependiendo de su tamaño y de sus sectores de actividad. Cuando se hace un análisis sectorial es importante distinguir entre empresas vinculadas a las actividades de la construcción/inmobiliarias, empresas enfocadas a la demanda interna, y empresas enfocadas a la demanda externa.

Las empresas del sector inmobiliario y de hoteles se encontraban altamente apalancadas a comienzos de la crisis económica y, a pesar del ajuste realizado durante estos años, siguen manteniendo un apalancamiento superior. Sin embargo, la ratio de apalancamiento de las empresas españolas no incluidas en el sector inmobiliario o de hoteles se encontraba ya en el año 2011 y 2012 dentro de la media de la zona del euro de las empresas de su sector (o solo en un límite ligeramente superior).

No obstante, una ratio de apalancamiento de balance similar a sus competidores europeos no refleja necesariamente la misma solvencia subyacente. Las empresas españolas mantenían una debilidad relativa, pues su rentabilidad era sustancialmente inferior a la de sus competidoras europeas, lo que se deriva principalmente de la caída de la demanda interna en España. Como resultado, la ratio de endeudamiento definida sobre parámetros de rentabilidad de las empresas españolas era, y sigue siendo hoy, superior a la de sus competidores europeos.

También existen diferencias importantes en el apalancamiento empresarial cuando se discrimina por el tamaño de las compañías. La evidencia sugiere que la situación financiera de las pequeñas y medianas empresas, en particular de las no vinculadas al sector de la construcción, era más débil. De nuevo aquí la diferenciación entre solvencia de balance y vulnerabilidad es importante. Las pymes contaban, en principio, con una menor ratio de apalancamiento que las grandes empresas. No obstante, como de nuevo se encontraban mucho más vinculadas a la demanda interna, su apalancamiento relativo en términos de rentabilidad era mucho más alto que el de las grandes empresas.

La situación de endeudamiento del sector privado plantea una serie de vulnerabilidades financieras que suponen que aún podría quedar pendiente en la economía española un ajuste financiero adicional: la evolución de los tipos y la dependencia de la financiación externa. El ajuste de balance, como hemos dicho, ha llegado a posiciones que se podrían considerar sostenibles, o al menos en el entorno de la media de los países de la zona del euro. Sin embargo, esta deuda sigue siendo muy vulnerable frente a la evolución de los tipos de interés, dado que la mayor parte de ella está a tipos de interés variable. Esto es particularmente importante puesto que la evolución de la rentabilidad empresarial sigue siendo débil y la evolución de la renta per cápita de las familias se encuentra estancada desde el año 2009. Los deudores españoles siguen teniendo una alta vulnerabilidad frente a una subida de tipos o frente a posibles *shocks* negativos para el crecimiento, el empleo y la rentabilidad.

La economía española mantiene una vulnerabilidad adicional, que es su dependencia de la financiación exterior. La ratio de deuda exterior ha permanecido constante con respecto al PIB en el entorno del 160 %-170 % durante los últimos siete años. La vulnerabilidad ante esta deuda externa es un aspecto que requiere un análisis cuidadoso. Particularmente, en la medida en que se profundice en la Unión Bancaria y el BCE continúe participando activamente en la compra de activos en operaciones de política monetaria no convencional. En cualquier caso, esta deuda apunta claramente a que una corrección significativa deberá realizarse vía procesos de compraventa de activos, siguiendo el camino que, como he indicado anteriormente, ya se ha iniciado, de sustitución de deuda por recursos propios en las empresas y de compras por extranjeros de otros activos localizados en España.

Sector financiero y condiciones de financiación en la economía española

Los retos a los que se enfrenta el sector financiero español están bien identificados. Son retos muy estructurales que, para su superación, requieren mucho esfuerzo y tiempo. Estos retos reflejan peculiaridades de nuestro entorno empresarial tanto desde la perspectiva de demanda de financiación como desde la oferta existente en nuestra economía.

Desde el punto de vista de la demanda de financiación, contamos con una estructura empresarial en la que hay una preponderancia de pequeñas y medianas empresas. Este segmento empresarial, dados su tamaño, capacidades de gestión, estructura de balance y mercados objetivos, les lleva a tener limitaciones al acceso de ciertos tipos de financiación tanto para captar recursos propios como recursos ajenos.

En el mercado de recursos propios, la fuente principal de financiación de nuestras empresas es la reinversión de los recursos autogenerados por la empresa. La capacidad de las empresas pequeñas para acceder a recursos alternativos vía otros inversores privados, fondos de capital inversión o mercados organizados es muy limitada. En muchos casos esta limitación viene derivada de la falta de profesionalización de los equipos, deficiencias de gestión o el puro efecto tamaño.

Estas empresas también tienen acceso limitado a fuentes de financiación de deuda. El canal prácticamente exclusivo de financiación al que tienen acceso es el sector bancario. Adicionalmente, la estructura de financiación ajena a la compañía en muchos casos es también subóptimo, con un peso excesivo de la financiación a corto plazo, lo que pone a las empresas con un riesgo excesivo de disrupción por dificultades en la refinanciación de su deuda a corto plazo.

Desde el punto de vista de la oferta de financiación, el mercado español se encuentra relativamente infradotado de alternativas de inversión en fondos propios para aquellas empresas que no tienen un tamaño mediano/grande. En los últimos años se ha vuelto a producir un incremento en la financiación extranjera vía bolsa y fondos institucionales de capital riesgo e inversión y de fondos institucionales de inversión en deuda empresarial. No obstante, estos mecanismos se han centrado mucho en financiar reestructuraciones corporativas y de activos dañados, y la contribución neta a la financiación para el crecimiento del sector empresarial continúa siendo pequeña.

Este es un problema estructural de la economía, con dificultades para su solución en el corto y medio plazo y con riesgos de credibilidad en el conjunto del mercado. Se han hecho avances importantes en los últimos años para fomentar el acceso a la financiación a través de mecanismos alternativos: mayor desarrollo del Mercado Alternativo Bursátil, el fomento del Mercado Alternativo de Renta Fija; e incluso estrategias más innovadoras de *crowd-funding* y otros incentivos en

el contexto de la Ley de Financiación de la Actividad Empresarial¹. Estos mecanismos claramente deseables y que sin lugar a dudas deben seguir fomentándose presentan importantes limitaciones:

- Poca capacidad de canalizar ahorro hacia la inversión.
- Dificultades a la hora de conseguir una regulación apropiada, ponderada y que resulte en un análisis coste/beneficio adecuado, dado que la estructura existente de potenciales empresas que razonablemente pueden acceder a ellos es limitada.

A mi modo de ver, estas medidas pecan de algún modo, de intentar atacar más los síntomas que las causas raíces. Pienso que las actuaciones deberían concentrarse más en atacar lo que considero el problema fundamental: el tamaño empresarial, así como la falta de dinamismo en el crecimiento empresarial y la profesionalidad que viene con la evolución de las estructuras organizativas empresariales con cierto tamaño. Deberíamos fomentar activamente el emprendimiento y el crecimiento de las empresas con éxito y con capacidad de ofrecer productos en grandes mercados y desincentivar el autoempleo o la supervivencia de pequeñas empresas con tamaños subóptimos y poco competitivas.

Sector bancario en España

Por último, me gustaría dedicar unas palabras al sector bancario, por la especial relevancia que tiene en nuestra economía. El sector bancario sigue siendo el catalizador fundamental de la financiación ajena en la economía y, por tanto, el principal intermediador del sector financiero.

Nuestro sector bancario ha realizado un ajuste estructural especialmente profundo. Este ajuste estructural mezcla, por un lado, tendencias que se vienen manifestando en el sector desde hace más de treinta años (concentración, reducción de plantillas), junto con un ajuste de capacidad derivado de la expansión cíclica vinculado al último *boom* crediticio e inmobiliario.

El ajuste producido en este sector en los últimos siete años ha sido muy sustancial. El sector bancario ha reducido su capacidad en más de un 40 % desde el año 2008. Un ajuste que se ha producido en número tanto de entidades como de oficinas y empleados. Por ejemplo, el número de instituciones de depósito que operan en España ha caído de 282 en 2008 a 144 en 2014. Una reducción muy superior a la que se produjo en el conjunto de la eurozona. Durante el mismo período, el número de entidades de depósito en la Unión Bancaria se ha reducido en un 17 % (incluyendo el ajuste realizado en España). Este ajuste llevado a cabo en España

¹ Ley 5/2015, de 27 de abril.

ha resultado en mejoras de productividad de más del 100 %, medidas por la ratio tanto de depósitos por oficina como de depósitos por empleado, con respecto a la década anterior. El sector español opera actualmente con un ratio de eficiencia de los más bajos de la UE.

No obstante, y a pesar de ese ajuste de capacidad, el sector bancario español se enfrenta a retos muy importantes. Es cierto que estos retos no son específicos del sector español sino que afectan a los sistemas bancarios de toda la zona del euro, pero no por ello son menos importantes. Estos retos se agruparían en tres grandes áreas:

- El entorno macroeconómico, unas economías con perspectivas de bajo o nulo crecimiento nominal, tipos de interés en el entorno del cero y altas tasas de endeudamiento, algunas de ellas (como la española) en clara fase de desapalancamiento.
- Un entorno regulatorio más exigente y complejo, que requiere de las entidades más capital, y mayores exigencias de cumplimiento, en el contexto de la zona del euro, con una Unión Bancaria aún en construcción. Este entorno plantea, al menos en el corto plazo, más incertidumbre, lo que afecta al desarrollo de la actividad de las entidades.
- Una transformación tecnológica que está rediseñando aspectos fundamentales del negocio bancario, especialmente en todo lo que tiene que ver con facilitar la actividad de pagos e intermediar entre ahorradores e inversores.

Estos retos, y en particular la interacción entre ellos, no son específicos del sector bancario español, sino del conjunto de las entidades de la zona del euro. Un reto frente al que el sector español, dado el ajuste ya realizado, probablemente se encuentra en una situación relativamente mejor que la de otros países de nuestro entorno. Como muestra de ello, en el año 2015 el sector bancario español obtuvo un ROE del 5,9 %, una rentabilidad sustancialmente mejor que la de la media de los bancos de la zona del euro. No obstante, esta rentabilidad se encuentra aún claramente por debajo del coste de capital y no es sostenible en el medio plazo.

Retos de la economía española: el mercado de trabajo

Ángel de la Fuente¹

FEDEA e IAE-CSIC

EL MERCADO DE TRABAJO ESPAÑOL se enfrenta a dos grandes problemas: un problema estructural que viene de atrás, ligado a una normativa y unas instituciones laborales muy rígidas y a un elevado grado de dualidad, y un problema, esperemos que transitorio pero con grave riesgo de enquistamiento, de una elevadísima tasa de paro de larga duración. En este artículo se discuten brevemente ambos problemas y lo que se ha hecho o se podría hacer para intentar solucionarlos o, al menos, mitigarlos.

1 Introducción

Antes que nada, quisiera agradecer al Banco de España la oportunidad que me brinda con esta conferencia de darle las gracias en vivo y en directo a José Luis Malo por lo mucho que me ha ayudado durante los dos años que ya llevo en FEDEA y por sus muchos años de apoyo a la Fundación antes de mi llegada. Gracias, José Luis, y espero que te lo pases muy bien en Bruselas.

Tengo que decir también que el tema que se me ha asignado hoy no es uno al que yo haya dedicado mucho tiempo como investigador. Sin embargo, sí es un tema que me preocupa mucho como ciudadano y economista y sobre el que he empezado a aprender bastantes cosas en los dos últimos años, en los que he tenido la suerte de estar rodeado de excelentes especialistas en economía laboral. Muchas de las cosas que diré a continuación se apoyan en su trabajo.

¹ Este trabajo ha sido preparado para la conferencia en homenaje a José Luis Malo de Molina celebrada en abril de 2016 en el Banco de España.

Incluso para un no especialista en el tema como yo, resulta obvio que el mal funcionamiento del mercado de trabajo es uno de los problemas más graves y más persistentes de la economía española, lo que, por cierto, implica que el análisis del tema debería ser una de las grandes prioridades de la investigación económica en nuestro país, como ciertamente lo es de FEDEA. Los problemas de nuestro mercado de trabajo tienen al menos una doble vertiente. Por un lado, tenemos un problema estructural que viene de atrás, ligado a una normativa y unas instituciones laborales muy rígidas y a un elevado grado de dualidad, y por otro un problema, esperemos que transitorio pero con grave riesgo de enquistamiento, de una elevadísima tasa de paro de larga duración. El resto del trabajo se divide en dos secciones que abordan sucesivamente cada uno de estos problemas y lo que se ha hecho o se podría hacer para intentar solucionarlos o, al menos, mitigarlos.

2 Un mercado de trabajo que no funciona

A la vista del gráfico 1, ni al menos perspicaz de los observadores se le escaparía que hay algo que no funciona nada bien en el mercado de trabajo español desde hace décadas. El síntoma seguramente más importante de este problema es una tasa de desempleo muy superior a la del resto de los países de nuestro entorno. Durante el período 1976-2015, nuestra tasa de paro ha sido, en promedio, del 16,5 %, diez puntos por encima de las de Alemania o Estados Unidos.

La sensibilidad del empleo al ciclo, además, ha sido generalmente mucho mayor en España que en otros países, al menos en las últimas décadas. Durante episodios

GRÁFICO 1 TASA DE PARO II TR 1976 - I TR 2016

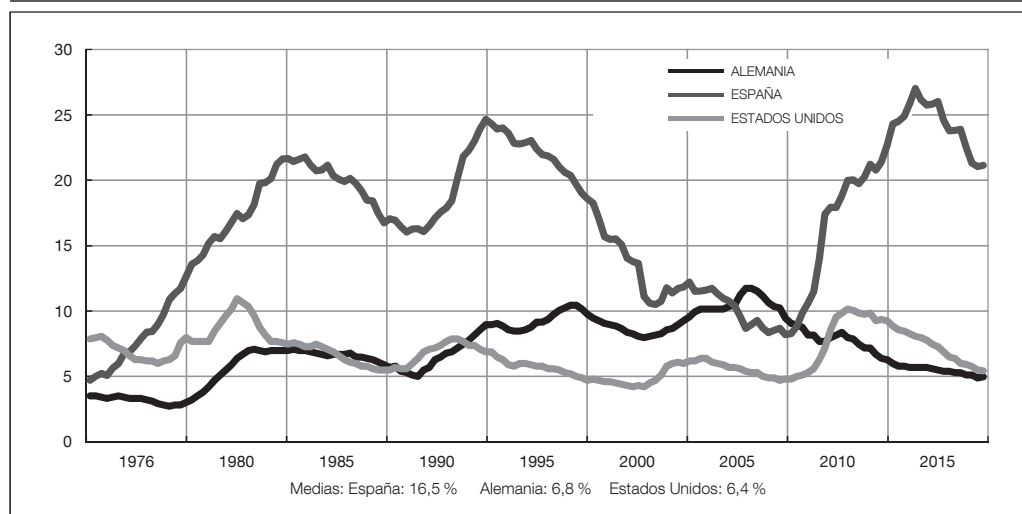
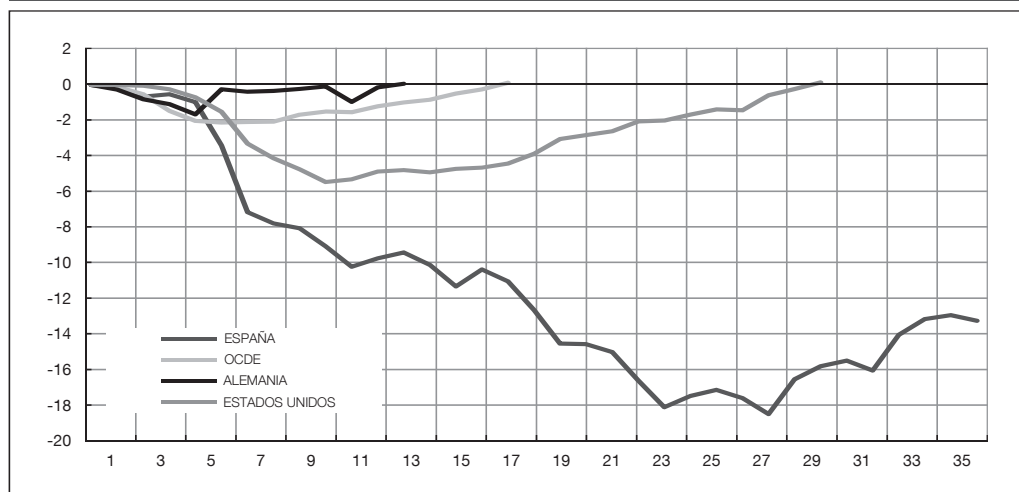


GRÁFICO 2 PÉRDIDA DE EMPLEO EN RELACIÓN CON EL MÁXIMO PRECRISIS

recesivos, España ha experimentado una destrucción de empleo mucho más intensa que nuestros socios, con efectos tremendamente nocivos para la cohesión social, y ha tardado mucho más en recuperarse. El gráfico 2 muestra un ejemplo bastante dramático de esta desagradable peculiaridad de nuestra economía: mientras que tanto el conjunto de la OCDE como Estados Unidos o Alemania hace ya mucho tiempo que recuperaron el nivel de empleo anterior al comienzo de la reciente crisis, tras 35 trimestres, España está todavía un 13% por debajo de este nivel, tras haber llegado a perder un 18% de su empleo, tres veces más que Estados Unidos y nueve veces más que el conjunto de la OCDE.

¿Qué pasa aquí? Es muy difícil pensar que el problema no tiene nada que ver con una normativa laboral enormemente rígida, en buena parte heredada del franquismo, que ha dificultado mucho los ajustes empresariales en situaciones adversas. Puesto que el único mecanismo de ajuste ha sido tradicionalmente un despido muy caro, en España el ajuste se ha producido típicamente solo en cantidades y ha ido acompañado de una elevada mortalidad empresarial en períodos recesivos.

Buscando válvulas de escape, la normativa ha ido flexibilizando el uso de los contratos temporales hasta llegar a una situación de elevada dualidad en la que hay dos clases, por no decir dos castas, de trabajadores: una muy protegida, que disfruta de contratos indefinidos con elevados costes de despido, y otra casi totalmente desprotegida, con contratos temporales que en la práctica casi le condenan a un despido a fecha fija y dificultan la inversión en formación. Puesto que el primer grupo es, además, el que controla los sindicatos y por tanto la negociación colectiva, los salarios y condiciones de trabajo han tendido a ser excesivamente rígidos, no adaptándose a la situación económica, lo que se ha traducido en una excesiva volatilidad del empleo.

La reciente reforma laboral aprobada por el Gobierno saliente [véanse García Pérez y Jansen (2015) y García Pérez (2016)] ha sido seguramente el intento más ambicioso que se ha hecho hasta el momento de hacer frente a los problemas estructurales del mercado de trabajo español. La reforma está bien encaminada porque, además de ampliar las causas objetivas que permiten el despido procedente por motivos económicos, introduce otras vías de ajuste alternativas al despido a través de una mayor flexibilidad en salarios, horas y condiciones de trabajo. Todo esto puede ayudar a reducir el paro y a facilitar la supervivencia empresarial en situaciones de crisis. La reforma también reduce la asimetría entre trabajadores fijos y temporales y modifica el sistema de relaciones laborales y negociación colectiva de una forma que tenderá a hacerlo más sensible a las condiciones del mercado, lo que ayudará a reducir la volatilidad del empleo. Por otra parte, los cambios en la normativa han sido bastante tímidos en lo que tiene que ver con la lucha contra la dualidad, y es posible que hayan ido más allá de lo deseable al modificar a favor de las empresas el equilibrio de fuerzas en la negociación colectiva. En contrapartida, parece que los juzgados de lo social se están resistiendo a aplicar aspectos importantes de la reforma, limitando así su impacto efectivo. Por todo ello, seguramente sería deseable revisar algunos de los aspectos de la reforma, pero derogarla sin más, como han propuesto algunos partidos, sería un serio error que tendría graves costes sociales.

3 La tragedia del paro de larga duración

A finales de 2015, más del 12 % de la población activa española llevaba desempleada más de un año. Esta cifra es casi cinco veces mayor que la media de la OCDE. Como se observa en el cuadro 1, esto se traduce en casi tres millones de parados de larga duración (que llevan en paro por encima de un año), de los cuales más de dos millones son parados de muy larga duración (por encima de dos años).

¿Quiénes son estas personas? Se trata fundamentalmente de individuos con bajos niveles de cualificación (sin estudios más allá de la educación obligatoria) que

CUADRO 1 PARADOS DESGLOSADOS POR DURACIÓN DEL EPISODIO DE DESEMPLEO. MILES DE PERSONAS Y PORCENTAJE DE LOS ACTIVOS

< Un año	Uno-dos años	> Dos años
1.934	761	2.084
8,46 %	3,33 %	9,11 %

FUENTE: Encuesta de Población Activa, IV TR 2015.

proviene en buena parte del sector de la construcción. Durante la crisis, se han destruido en España casi tres millones de puestos de trabajo de baja cualificación y cerca de otro millón de cualificación intermedia, mientras que el número total de puestos de trabajo cualificados se ha mantenido aproximadamente constante.

La situación de la población afectada por este fenómeno no solo no muestra una tendencia a mejorar con la incipiente recuperación económica, sino que tiende además a enquistarse. De acuerdo con Jansen *et al.* (2016), la tasa trimestral de salida del desempleo de un parado de larga duración sin estudios más allá de la ESO lleva estancada en el 10 % desde 2011, frente a un nivel del 25 % en 2008. Los mismos autores encuentran que sufrir un período prolongado de desempleo reduce drásticamente la probabilidad de salida del paro, con un efecto mayor en tamaño que la brecha que separa a un universitario de un individuo con formación primaria.

Una vez se entra en el colectivo de parados de larga duración, por tanto, resulta enormemente difícil salir de él, con el consiguiente riesgo de exclusión social y económica. Dado el tamaño de la población afectada, la situación constituye una auténtica tragedia social en potencia. Para evitar que ese riesgo se materialice en mayor medida de lo que ya lo ha hecho, necesitamos mejorar nuestras políticas activas y de activación. Necesitamos más investigación para determinar qué políticas de empleo pueden funcionar para qué colectivos y mejores herramientas de gestión para adaptar los tratamientos a las necesidades de cada individuo.

Como argumentan Jansen *et al.*, también necesitamos repensar el papel de los servicios públicos de empleo en la situación actual. Sería necesario reforzar la colaboración entre los servicios de empleo estatales y autonómicos para coordinar las políticas activas con el diseño de las prestaciones por desempleo, lo que puede redundar en significativas mejoras de eficiencia. También habría que recurrir a las agencias de colocación privadas para lidiar con una situación excepcional, y esperamos que transitoria, que excede con mucho a la capacidad de gestión de los servicios públicos de empleo.

Bibliografía

JANSEN, M., S. JIMÉNEZ y L. GORJÓN (2016). «El legado de la crisis: El mercado de trabajo español y las secuelas de la gran recesión», *Estudios sobre la Economía Española*, n.º 2016/09, FEDEA, Madrid.

<http://nsaw.fedea.net/pub02.html#>

JIMENO, J. F., M. MARTÍNEZ-MATUTE y J. S. MORA-SANGUINETTI (2015). *Employment protection legislation and labor court activity in Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1507, Banco de España, Madrid.

GARCÍA PÉREZ, J. I. (2016). «El efecto de la Reforma Laboral de 2012 sobre la dualidad y el empleo: Cambios en la contratación y el despido por tipo de contrato», *FEDEA Policy Papers*, n.º 2016/06, Madrid.

<http://documentos.fedea.net/pubs/fpp/2016/03/FPP2016-06.pdf>

GARCÍA PÉREZ, J. I., y M. JANSEN (2015). «Reforma laboral de 2012: ¿Qué sabemos sobre sus efectos y qué queda por hacer?», *FEDEA Policy Papers*, n.º 2015/04, Madrid.

<http://documentos.fedea.net/pubs/fpp/2015/04/FPP2015-04.pdf>

La productividad en España

José Manuel González-Páramo
Consejero Ejecutivo de BBVA

EN TRES DÉCADAS DE RELACIÓN PROFESIONAL con José Luis Malo de Molina, son pocos los temas sobre economía internacional, europea o española que puedan haber escapado a nuestro diálogo. Pero, sin duda, uno de los más recurrentes ha sido el de la evolución de la productividad en España. A glosar los principales rasgos del problema de la productividad se dedican las breves líneas que siguen a continuación.

Una de las mayores lacras de nuestra sociedad en estos momentos es el problema del paro. ¿Por qué nuestra tasa de desempleo es tan elevada y se ha situado de media en el 15,5 % en los últimos 35 años? El desajuste entre la capacidad productiva, por un lado, y el entorno regulatorio, las rigideces y el clima de negocios, por otro, además de manifestarse en una tasa de paro elevada, han dado lugar a otros problemas, como unas Administraciones Públicas ineficientes, unas empresas menos productivas y una mano de obra menos cualificada en su conjunto. Así pues, los problemas del desempleo y de la productividad guardan una estrecha relación.

Si bien la reforma laboral aprobada en 2012 y las medidas complementarias adoptadas desde entonces han contribuido a reparar algunas de las deficiencias existentes, el tema de la productividad en España tiene más dimensiones. Por ello merece la pena identificar los retos a los que se enfrenta la mejora de la productividad y las principales actuaciones de la política económica que es necesario valorar para superarlos.

1 Retos: Cerrar la brecha de productividad¹

La productividad en España tiene por delante dos retos importantes: en primer lugar, la prolongada falta de *convergencia* frente a los países desarrollados más dinámicos; y, en segundo lugar, la creciente incertidumbre sobre una posible

¹ Las citas están basadas en: J. Andrés y R. Doménech, *En busca de la prosperidad*, Deusto, 2015.

desaceleración o estancamiento secular de los países situados en la frontera de la productividad (por ejemplo, Estados Unidos).

1.1 Ausencia de convergencia de España frente a los países en la frontera de productividad

A pesar del fuerte crecimiento observado en el PIB per cápita español durante el período previo a la crisis desde mediados de los años setenta, este ha permanecido un 40 % por debajo del de Estados Unidos. El mayor reto de la economía española en el medio plazo es *cerrar la brecha estructural* en materia de empleo y productividad con los países más avanzados.

Esta falta de convergencia se debe principalmente a dos variables, que explican a partes iguales las diferencias: la *tasa de paro* y la *productividad* por hora trabajada. Conviene notar que tener una productividad del trabajo similar a la americana reduciría el diferencial en ingreso per cápita a la mitad.

Las diferencias que se mantienen respecto a productividad se explican esencialmente por dos elementos: la *falta de calidad del capital físico* (y no por la cantidad de capital por unidad de PIB) y una reducida *productividad del capital humano*. El capital productivo privado por hora trabajada presenta niveles similares a los observados en Estados Unidos. Indicadores de calidad muestran una de las raíces de la falta de convergencia: el porcentaje de *inversión en I + D + I* ha sido, consistentemente, *al menos un 50 % inferior* al observado en Estados Unidos. Asimismo, los *años de escolaridad* son un *30 % menores* (alrededor de los 10 en España, frente a los más de 13 en Estados Unidos).

1.2 La desaceleración en aquellos países situados en la frontera tecnológica

Según *Robert Gordon*², la desaceleración en el crecimiento de la productividad en los Estados Unidos ya se ha producido (desde los años setenta) y enfrentará en un futuro a *cuatro vientos de cara*: el cambio demográfico, la falta de espacio para seguir aumentando los años de escolarización, el aumento de la desigualdad y el elevado nivel de endeudamiento.

Además de los anteriores factores, *Lawrence H. Summers* ha añadido recientemente la posibilidad de que niveles consistentemente deprimidos de demanda causen histéresis y reduzcan de forma permanente el crecimiento de la productividad³.

² R. Gordon (2014), *The demise of US Economic Growth: Restatement, Rebuttal and Reflections*, NBER Working Paper 19895.

³ L. H. Summers (2014), «US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis and the Zero Lower Bound», *Business Economics*, vol. 49, n.º 2.

Se trata, pues, de un panorama complejo y poco halagüeño para las posibilidades de mejora del nivel de vida.

2 Iniciativas para potenciar la productividad en España

En el pasado, el sesgo negativo del crecimiento de la productividad ha tenido un elevado componente sectorial. *Entre 1994 y 2007*, durante el período de expansión, la productividad por hora trabajada *aumentó un 0,2 % por año* en el conjunto de la economía. Este limitado crecimiento esconde una *economía dual*, donde la productividad del trabajo en el *sector de la construcción cayó un 4,1 % en promedio anual*, mientras que *la del resto de sectores aumentó un 0,8 %*. La situación del sector de la construcción y su aportación negativa al crecimiento de la productividad del trabajo han llevado a *varias propuestas de «reindustrializar» España*, basadas en el alto nivel de productividad que registra el sector industrial.

Es más probable, sin embargo, que la mejora de la productividad se logre por el impulso de políticas horizontales que impulsen la eficiencia en todos los sectores. A continuación se presentan *algunas iniciativas horizontales* específicas que permitirían estimular la productividad.

2.1 Aumentar el tamaño de la empresa

Las empresas, y particularmente las *pymes* deben crecer en *tamaño* y profundizar en su *internacionalización* para conseguir ganancias de competitividad.

El entramado empresarial español se caracteriza por tener *muchas pymes y poco productivas*: *i)* las pequeñas empresas son particularmente ineficientes (aproximadamente un 50 % menos productivas que en las ocho economías europeas más ricas), y *ii)* representan un mayor porcentaje del total del empleo (mientras que en España un 30 % del empleo está en empresas de más de 250 trabajadores, en Alemania el mismo porcentaje es del 45 %).

Sin embargo, es preciso destacar que esto no ocurre con las grandes empresas. La evidencia muestra que *las grandes empresas españolas son tan productivas como las alemanas* y en muchos casos son líderes en sus sectores. Ello corrobora que con el tamaño de la empresa mejoran el acceso a la financiación, la capacidad exportadora, las posibilidades de formación y las actividades de I + D + I.

La clave, por tanto, está en *trabajar en eliminar barreras y discontinuidades que desincentivan el crecimiento empresarial*. Entre estas están el requerimiento de constituir un comité de empresa a partir de que esta tiene 50 o más trabajadores, eliminar regulaciones que explícitamente limitan la competencia (comercio minorista, farmacias), así como probablemente algunos elementos del código tributario.

2.2 Aumentar la competencia, mejorar la regulación e impulsar la internacionalización

Se trata de eliminar cuellos de botella. Así, por ejemplo, se trataría de impulsar una mayor competencia en servicios: la desregulación que se dio en este sector en España durante los últimos 20 años explica un crecimiento de las exportaciones manufactureras equivalente a un 50 %. BBVA Research estima que, si se adoptaran las mejores prácticas que se observan en otros países, las ventas manufactureras al exterior podrían ser un 20 % superiores a sus actuales niveles.

2.3 Mantener el coste de financiación reducido

Hay varias formas de promover unos menores costes financieros:

- *Reducir el déficit público.* Los reducidos tipos de interés son temporales y el elevado endeudamiento externo de la economía española (y, particularmente, el grado de apalancamiento del sector público) suponen un riesgo a futuro cuando las condiciones monetarias se vayan normalizando.
- Mantener la *solvencia del sistema financiero*. Solo los bancos solventes están en condiciones de prestar de manera sostenible. Y ello es hoy más difícil que en el pasado, pues el sector se enfrenta a cinco fuerzas de transformación: recuperación lenta, rentabilidad reducida, endurecimiento de la regulación, débil reputación y revolución digital. Afrontar con determinación las exigencias de estas fuerzas de cambio es una precondition para rediseñar el papel del sector financiero a futuro y poder financiar a la economía de forma estable⁴.
- Ni que decir tiene que, para países que todavía sufren los efectos de una prima de riesgo diferencialmente alta, todos los avances en la construcción de la *Unión Bancaria* redundarían en unos menores costes financieros para nuestras empresas.

2.4 Reformar el mercado laboral y mejorar el capital humano

La precariedad laboral es una de las características idiosincrásicas más relevantes de la economía española. Nos diferencia del resto de países avanzados y es una de las principales razones que explican los niveles de desigualdad alcanzados durante la crisis. Esta precariedad se refleja, sobre todo, en la elevada temporalidad y la alta proporción de paro de larga duración. Ambos fenómenos deterioran significativamente el nivel de capital humano.

⁴ J. M. González-Páramo (2016), «Reinventar la banca: de la Gran Recesión a la gran disrupción digital», discurso de recepción de número en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.

La *reforma laboral* implementada en 2012 fue un relevante paso adelante en el proceso de modernización del mercado laboral, dotándolo de una mayor flexibilidad. Sin embargo, es insuficiente para hacer frente a los retos que nos plantea el nuevo entorno.

Tres medidas clave para mejorar la productividad serían las siguientes:

- 1) Aumento de los recursos y eficiencia de las *políticas activas de empleo*. España gasta lo mismo que Austria en formación de parados (en porcentaje del PIB), pero triplica su tasa de desempleo. Además, es necesario mejorar el desfase que existe entre *la formación* que necesitan las empresas y la que ofrece el sistema educativo. Una alternativa es personalizar las ofertas de formación y empleo ligadas al uso del *Big Data*. Asimismo, hay que revisar los incentivos, de forma que no se prolonguen en exceso los períodos de inactividad.
- 2) Reducción de la *temporalidad*. La productividad de un trabajador con contrato indefinido es un 15 % superior a la de uno con contrato temporal. La temporalidad desincentiva la formación (tanto la demanda como la oferta) y produce una especialización de la economía en sectores de baja productividad. *Simplificar* los modelos de contratos e incentivar el uso de *contratos indefinidos* son claves.
- 3) Aumento de los *años de escolarización* y de la *calidad* de esta. La sociedad en su conjunto (instituciones, entidades privadas y las propias personas) deben convencerse de que más y mejor educación es determinante para el progreso económico y social. La utilización de las nuevas tecnologías, el fomento de la iniciativa y el aprendizaje de idiomas son claves en el salto cualitativo necesario.

2.5 Aprovechar la revolución digital

Actualmente, la conjunción de las tecnologías de la información y las comunicaciones está dando lugar a la llamada «cuarta revolución industrial», con profundos cambios económicos y sociales. La piedra angular de esta revolución ha sido el desarrollo de Internet, que ha posibilitado interconectar el mundo e impulsar la globalización, así como los dispositivos móviles y la inteligencia artificial.

La cuarta revolución industrial, que supone la transformación digital de la industria y los servicios, debe ser el viento de cola que ayude a impulsar este cambio de ciclo en las economías desarrolladas a través de una mejora de la productividad.

Este aumento de la productividad a través de la transformación digital tiene *cuatro fuentes principales*, a saber:

- 1) *Nuevos mercados y competidores*. El mayor volumen de información (*Big Data*), más asequible, de rápida disposición y a menores precios, facilita la

globalización y una mayor competencia. Triunfarán quienes mejor comprendan los cambios en los patrones de comportamiento, de consumo y de ahorro que nuestras sociedades están registrando a marchas forzadas. Nótese que la generación «Millennials» ya supone un 25 % de la fuerza de trabajo en España.

- 2) *Nuevos productos y servicios*, adaptados a cada cliente (*customer-oriented*), y distribuidos por cualquier canal demandado (omnicanalidad).
- 3) *Nuevos métodos de producción y distribución*, que contribuyen a mejorar la eficiencia de las empresas. Los cambios en la comercialización de los productos, las nuevas formas de trabajo y en el manejo de la información a través del *Big Data* y la nube optimizan los costes financieros, el uso de recursos y el tiempo a la hora de dar un servicio. En general, la introducción de tecnologías exponenciales (*cloud computing*, automatización, inteligencia artificial, *blockchain*) están revolucionando la actividad económica.
- 4) *Cambios en los factores productivos*. Lo que importa en el nuevo ecosistema es la capacidad de responder de manera ágil y flexible a las demandas. El progreso técnico se apoya en una demanda de capital humano muy cualificado.

Es importante destacar los problemas que surgen a la hora de medir fielmente el rendimiento de estas nuevas tecnologías en términos de productividad. Hay muchos autores que afirman que la productividad de las nuevas tecnologías no está siendo apreciable, cuando en realidad podría deberse a un problema de medición. Conforme avanzamos desde la producción manufacturera de bienes tangibles a la producción de servicios intangibles, es cada vez más difícil estimar su efecto sobre la economía real.

¿Cómo medir en términos de productividad la oferta de productos que son gratis (por ejemplo, Google)? ¿Captan los índices de precios estadísticos la aceleración tecnológica actual? Estas son preguntas que están siendo estudiadas y cuya respuesta será de vital importancia en los próximos años.

Es altamente probable que la nueva economía producto de la revolución digital acabe por mejorar significativamente la productividad y por impulsar el crecimiento y el bienestar. Sin embargo, el proceso de ajuste no va a ser suave, y puede resultar penoso para muchas empresas y sectores, especialmente si no se toman las medidas apropiadas. Y a esto se añaden las implicaciones a corto plazo de la automatización de procesos repetitivos sobre el empleo y la desigualdad, asuntos frente a los cuales será necesario tener una respuesta por parte de nuestras instituciones sociales y políticas.

Frente a los riesgos apuntados, la transformación digital es una oportunidad que se abre a nuestro país para cerrar la brecha estructural de productividad que mantiene con las economías más avanzadas. Aunque España presenta una posición

algo más favorable que algunos países de nuestro entorno (Italia y Portugal) en la adopción y capacidad de adaptación de este tipo de tecnologías, la distancia es todavía significativa respecto a Estados Unidos, o a los países nórdicos.

La eficiencia del sector público, clave para la consolidación fiscal¹

Oriol Aspachs, Anna Campos, Jordi Gual y Judit Montoriol

CaixaBank Research

1 La importancia de la consolidación fiscal

LA DEUDA PÚBLICA DE ESPAÑA SE HA ESTABILIZADO en alrededor del 100 % del PIB, después de ocho años de aumento continuado y pronunciado. Sin embargo, todo apunta a que el proceso de reducción será lento: previsiones de entidades como el FMI y la AIREF sitúan la deuda en niveles aún por encima del 90 % hasta 2021². En particular, el análisis realizado por la AIREF refleja que serán necesarias dos décadas para reducir la deuda hasta el 60 % del PIB³. Ante este elevado nivel de deuda es de vital importancia perseverar en el proceso de ajuste fiscal. Ello es imprescindible para que los estabilizadores fiscales automáticos puedan volver a operar cuando se produzca la próxima recesión y para reducir la vulnerabilidad frente a eventuales *shocks*, como aumentos inesperados de los tipos de interés.

2 Año 2015: una oportunidad perdida

En el año 2015, España perdió una oportunidad de oro para reforzar la consolidación de las cuentas públicas: el déficit del conjunto de las Administraciones Públicas se situó en el 5,0 % del PIB al cierre de 2015 (en el 5,1 % si se tienen en cuenta las pérdidas por ayudas a instituciones financieras).

¹ Este artículo se basa en la ponencia presentada por Jordi Gual en la conferencia en homenaje a José Luis Malo de Molina, celebrada en el Banco de España el día 25 de abril de 2016.

² El FMI estima que la deuda pública se situará en el 92,8 % en 2021. FMI (2016), «Too Slow for Too Long», *World Economic Outlook*.

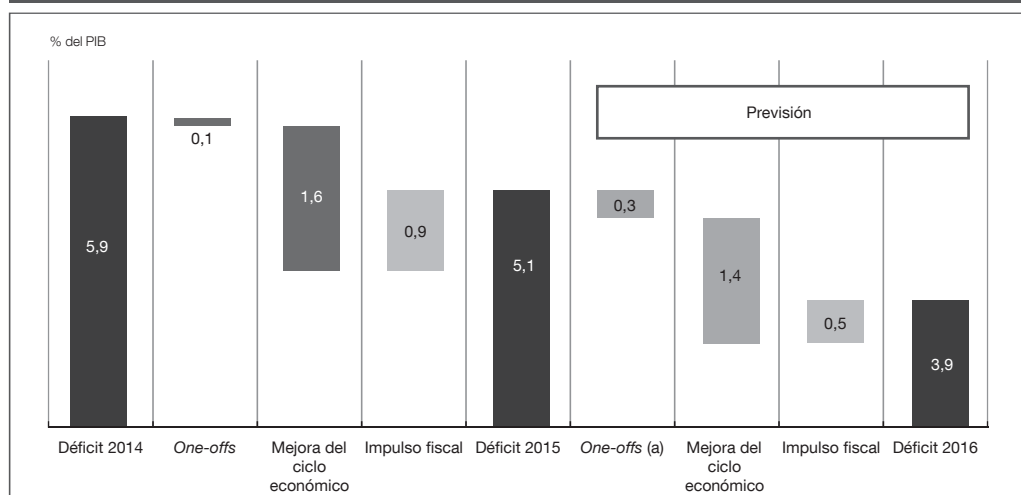
³ AIREF (2016), *Informe sobre los Presupuestos iniciales de las Administraciones Públicas para 2016*.

Ante todo, es preciso destacar que España había realizado un importante esfuerzo para reducir el déficit público en los dos años previos. En concreto, logró que descendiera del 10,4 % del PIB en 2012 al 5,9 % del PIB en 2014, lo que supone una reducción de más de 4 puntos porcentuales (pp) en dos años en un contexto recesivo y de débil crecimiento económico. Sin embargo, en 2015, el déficit sobrepasó en 0,8 pp el objetivo del 4,2 % comprometido con Bruselas. Esta significativa desviación parece difícil de justificar en un contexto en el que la buena evolución de la economía y los bajos tipos de interés han jugado a favor de la consolidación fiscal. En concreto, en ausencia de la reforma tributaria y de otras medidas de carácter expansivo, los estabilizadores automáticos habrían comportado una disminución del déficit de aproximadamente 1,6 pp del PIB, respecto al 5,8 % de 2014⁴, y, por tanto, se habría cerrado el año 2015 con cifras cercanas al objetivo acordado con Bruselas. Con una política fiscal neutra estimamos que el crecimiento económico habría sido del 2,8 % aproximadamente, en lugar del 3,2 %.

En 2015, España no solo no aprovechó la mejora de la coyuntura económica para acelerar el proceso de consolidación, sino que llevó a cabo una política fiscal claramente expansiva. En concreto, el impulso fiscal fue aproximadamente de 0,9 pp del PIB (véase gráfico 1).

⁴ La cifra de déficit del 5,8 % no tiene en cuenta las pérdidas por ayudas a instituciones financieras.

GRÁFICO 1 **DÉFICIT PÚBLICO**



FUENTES: Caixa Bank Research, a partir de los datos de los Presupuestos Generales del Estado (PGE) 2016, AIReF, Agencia Tributaria, Ministerio de Empleo y Seguridad Social, e IGAE.

a. Incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras y gastos no recurrentes, como la financiación del tratamiento de la hepatitis C y el incremento de la inversión pública motivado por la reclasificación de determinados contratos de colaboración público-privada.

Otra muestra del tono expansivo que tuvo la política fiscal en 2015 es que el ajuste en el saldo primario fue de tan solo el 0,5 % del PIB, menos de la mitad del que se había presupuestado (1,4 % del PIB). Es decir, de las 8 décimas que se redujo el déficit en 2015, 3 fueron resultado del menor pago de intereses.

3 Las desviaciones de 2015 condicionan el ajuste en 2016

En 2016, los estabilizadores automáticos permitirán disminuir el déficit en 1,4 pp del PIB, aproximadamente, y situarlo en el 3,4 % del PIB (véase gráfico 1). A esta cifra hay que añadir la medida de no disponibilidad de crédito anunciada recientemente por el Gobierno, que implica una disminución del gasto de 0,2 pp del PIB⁵. Sin embargo, el efecto de la reforma tributaria (0,4 pp) y el aumento del gasto en pensiones (0,3 pp) presionarán en sentido contrario, por lo que es probable que el déficit acabe situándose cerca del 3,9 %. En consecuencia, la política fiscal sigue siendo expansiva en 2016, con un impulso fiscal que se situará alrededor de los 0,5 pp del PIB.

La desviación respecto al objetivo de déficit en 2016 estará determinada principalmente por las cuentas de la Seguridad Social, que ya presentaron un importante desvío respecto al objetivo en 2015. Concretamente, en 2016 el objetivo de déficit de la Seguridad Social se ha relajado hasta el 1,1 % (0,7 % en 2015; véase cuadro 1). Sin embargo, ello no será suficiente para evitar nuevas desviaciones, ya que las previsiones de ingresos parecen demasiado exigentes. En concreto, la Actualización del Programa de Estabilidad prevé un incremento de las cotizaciones del 6,7 % respecto a los ingresos presupuestados para 2015, lo que implica un incremento del 16,7 % respecto al dato de cierre de 2015, dado que la evolución en 2015 fue inferior a la prevista. La compleja situación en la que se encuentra el sistema de la Seguridad Social, junto con la expectativa de que mantendrá un déficit en los próximos años a pesar de la mejora económica, pone de manifiesto la necesidad de adoptar más medidas estructurales que garanticen su equilibrio financiero.

El otro posible foco de desviación en la consecución del déficit de 2016 son las Comunidades Autónomas. En 2015 no pudieron aprovechar el incremento de los ingresos, dada la naturaleza del sistema actual de entregas a cuenta, que aísla los ingresos que reciben de las variaciones coyunturales durante el ejercicio económico⁶. Sin embargo, en 2016 sí que los percibirán, lo que debería permitir un ajuste que las acerque al nuevo objetivo del 0,7 % propuesto por el Gobierno. Además, los

⁵ La actualización del Programa de Estabilidad 2016-2019 recoge medidas de gasto adicionales pendientes de concretar por parte de las Comunidades Autónomas.

⁶ Cuenca, A. (2015), *Las entregas a cuenta en el sistema de financiación de las CCAA de régimen común: problemas y opciones de mejora*, Fedea Policy Papers, n.º 2015-10.

CUADRO 1 DÉFICIT PÚBLICO POR ADMINISTRACIONES

% del PIB	2015			2016
	Objetivo [1]	Cierre [2]	Desviación [3] = [2] - [1]	Objetivo (a)
Administración Central	-2,9	-2,5	0,4	-1,8
Comunidades Autónomas	-0,7	-1,7	-1,0	-0,7
Corporaciones locales	0,0	0,4	0,4	0,0
Seguridad Social	-0,6	-1,3	-0,7	-1,1
Total AAPP	-4,2	-5,0	-0,8	-3,6
Ayudas a instituciones financieras	0,0	0,1		0,0
Total AAPP (con ayuda a instituciones financieras)	-4,2	-5,1		

FUENTES: Caixa Bank Research, a partir de los datos de los PGE 2016, PGE 2015 e IGAE.

a. Objetivo recorrido en la actualización del Programa de Estabilidad 2016-2019.

acuerdos de no disponibilidad de las Comunidades Autónomas podrían representar una contención de gasto adicional. No obstante, la incertidumbre sobre la materialización de los acuerdos de no disponibilidad es elevada.

En esta línea, es preciso recordar que en el actual sistema de financiación no hay una correspondencia clara entre capacidad recaudatoria y responsabilidad de gasto. Dicha correspondencia es de suma importancia, ya que hace que los incentivos en materia de política fiscal no sean los adecuados a lo largo del ciclo económico.

4 La aplicación del marco normativo fiscal

a) Marco normativo de la UE

En el ámbito de la UE, se ha diseñado un marco normativo para incentivar la toma de medidas que favorezcan la sostenibilidad de las cuentas públicas. En particular, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento tiene como objetivo corregir déficits presupuestarios excesivos a través de sus componentes preventivos (Objetivos Presupuestarios a Medio Plazo) y disuasorios (Programa de Déficit Excesivo).

Sin embargo, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no está siendo efectivo. A modo de ilustración, el Banco de España expone en un reciente análisis que desde 1997 la mayoría de los países del área del euro han estado sujetos al Procedimiento de Déficit Excesivo, y en algunos casos con carácter reiterado⁷. En la misma línea, la organización CESifo⁸ apunta a que los Estados de la Unión Europea no cumplieron

⁷ Banco de España (2016), «Los mecanismos de supervisión presupuestaria de la UEM», *Boletín Económico*, marzo.

⁸ Organización integrada por el Centro de Estudios Económicos de la Universidad de Múnich (CES) y el Instituto Ifo de Investigación Económica.

la obligación de mantener el déficit público por debajo del 3 % del PIB en 165 ocasiones entre los años 1995 y 2015, de las que solo el 30 % estaban permitidas⁹. Paralelamente, un artículo del FMI muestra que cerca de la mitad de los países de la UE no han cumplido con el techo de deuda, situado en el 60 % del PIB, más de la mitad de los años¹⁰.

La baja efectividad del marco normativo europeo se explica, en gran medida, por la falta de instrumentos, coercitivos o de otro tipo, de las instituciones europeas, dado que la soberanía fiscal se sigue manteniendo en gran medida a nivel nacional. Además, el elevado número de reglas y subreglas hace que la valoración del cumplimiento del objetivo de déficit por parte de la Comisión Europea sea poco transparente, lo que facilita la interferencia política.

b) Marco normativo en España: la regla de gasto

En el contexto español, la efectividad de las reglas que tienen como objetivo garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas también está siendo limitada. La reforma del artículo 135 de la Constitución en 2011 introdujo el principio de estabilidad financiera y estableció el marco para la fijación de límites de déficit estructural y de volumen de deuda pública. En este contexto, en 2012 se aprobó la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, en la cual se incluyó, entre otros, el establecimiento de los objetivos de estabilidad presupuestaria y de deuda pública para el conjunto de las Administraciones Públicas y la regla de gasto, inspirada en la homónima europea¹¹.

La regla de gasto se aplica desde 2013 y establece un límite al crecimiento del gasto público por Administraciones¹². En consecuencia, actúa como instrumento de disciplina presupuestaria, al limitar el aumento del gasto al crecimiento de la economía a medio plazo en términos nominales¹³.

⁹ CESifo Group Munich (2016), *165 Violations of the EU Deficit Criterion*.

¹⁰ Eyraud, L., y T. Wu (2014), *Fiscal Governance in the Euro Area: Progress and Challenges*, Euro Area: Selected Issues Paper, *Country Report*, 14/199.

¹¹ La regla de gasto europea se aplica en el total de las AAPP, siempre que los países no estén sometidos al Procedimiento de Déficit Excesivo. La regla de gasto europea (*expenditure benchmark*) fue introducida dentro del conjunto de medidas del Six Pack en diciembre de 2011.

¹² La regla de gasto no se aplica a las Administraciones de Seguridad Social.

¹³ La regla no se aplica a los gastos vinculados con el ciclo económico, como el gasto por intereses de la deuda y el gasto no discrecional en prestaciones por desempleo, ni a la parte del gasto financiado con fondos finalistas procedentes de la Unión Europea o de otras Administraciones Públicas y las transferencias a las Comunidades Autónomas y a las Corporaciones Locales vinculadas a los sistemas de financiación. Véase artículo 12 de la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera. La tasa de referencia se estima a partir de dos factores: el crecimiento del PIB real y el deflactor del PIB. La tasa la calcula el Ministerio de Economía y Competitividad y se fijó en el 1,8 % en 2016, el 2,2 % en 2017 y el 2,6 % en 2018.

Estas reglas, sin embargo, no se cumplieron en 2015, tal y como reconoce el *Informe sobre el grado de cumplimiento del objetivo de estabilidad presupuestaria, y de deuda pública y de regla de gasto del ejercicio 2015*, publicado por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas. En particular, además de la no consecución del objetivo de déficit, el informe admite que ninguna de las Administraciones cumplió con la regla de gasto en 2015.

5 La eficiencia del sector público, clave en el proceso de consolidación fiscal

A medida que los vientos de cola que han sostenido la recuperación pierdan fuerza y que el crecimiento del PIB converja a su nivel potencial, el proceso de consolidación fiscal va a necesitar apoyos de carácter estructural. En este sentido, la mejora de la productividad de la Administración pública es una herramienta con un enorme potencial, que puede redundar en ahorros de gasto y ayudar a la modernización del sector.

a) Estructura salarial en el sector público y productividad

La mejora de la eficiencia del sector público puede ser un factor clave en la consolidación fiscal, y una parte importante de dicha mejora puede venir de una mejor adecuación de los salarios a la productividad del sector.

Es bien sabido que la medida directa de la productividad es muy compleja en el caso del sector público. Por ello, centramos el análisis en la estructura salarial, dado que, a medio y largo plazo, esta debería estar en línea con la estructura de productividad que no podemos observar directamente.

En un nivel teórico, dado que el empleo público ofrece más estabilidad que el privado, esperaríamos que, en igualdad de condiciones, los salarios públicos fuesen inferiores. En particular, la diferencia salarial entre el sector privado y el público debería ser mayor para los trabajadores con menores oportunidades de encontrar trabajo, que suelen ser los que perciben un salario menor, ya que son los que más se benefician de la mayor estabilidad laboral que ofrece el sector público. Sin embargo, en la práctica, ocurre lo contrario: a igualdad de condiciones, las retribuciones suelen ser mayores en el sector público y, en particular, para los trabajadores en la parte baja de la escala salarial.

Las diferencias salariales entre el sector público y el privado se explican por varios factores. Por un lado, ambos sectores pueden tener objetivos diferentes. En el sector privado, las decisiones de contratación se toman por lo general en un marco competitivo, con objetivos de rentabilidad y continuidad de la empresa.

En cambio, la concepción del empleo en el sector público puede ser diferente, e incluir fines redistributivos o de clientelismo. Por ejemplo, es más probable que los acuerdos salariales en el sector público sigan el ciclo electoral¹⁴. Por otro lado, la mayor rigidez de las estructuras salariales en el sector público (como, por ejemplo, los mayores costes de despido) incrementa el poder de negociación de los trabajadores, lo que suele traducirse en un mayor salario¹⁵. El poder de negociación de los empleados del sector público también es mayor por el hecho de que a menudo provee servicios esenciales, como el transporte¹⁶.

Se han llevado a cabo varios estudios que muestran el efecto que la mayor rigidez del empleo público tiene en la brecha salarial público-privada. Además, se ha demostrado empíricamente que hay otros aspectos que también inciden en la magnitud de la brecha salarial. A continuación se citan algunos de los más importantes:

- a) El tipo de bienes que proporciona el sector público: la brecha salarial suele ser mayor en la provisión de los bienes públicos puros que en la provisión de bienes como la educación o la sanidad, ya que en estos últimos la competencia con el sector privado suele ser mayor¹⁷.
- b) El grado de exposición a la competencia internacional¹⁸: una mayor apertura de la economía ayuda a mejorar la eficiencia y disciplina de los procesos de determinación salarial de la economía, y en consecuencia disminuye la brecha salarial entre el sector público y el sector privado (especialmente en los bienes en los que hay competencia entre el sector privado y el sector público).
- c) La calidad institucional del país: la brecha salarial suele ser menor en los países que disponen de unas instituciones que favorecen una buena correspondencia entre la determinación salarial y la productividad laboral.

¹⁴ Felgueroso, F. (2016), «Sobre los usos y abusos de la temporalidad en el sector público: los períodos electorales», *Nada es Gratis*.

¹⁵ W. Y. Oi, (1962), *Labor as Quasi-Fixed Factor*; Holmlund, B. (1993), *Wage setting in private and public sectors in a model with endogenous government behavior*, *European Journal of Political Economy*, 9, pp. 149-162.

¹⁶ Campos, M., D. Depalo, E. Papapetrou, J. J. Pérez y R. Ramos (2016), *Understanding the public sector pay gap*, Documentos de Trabajo, n.º 1539, Banco de España.

¹⁷ La ratio de trabajadores en la Administración Pública sobre el total del empleo público mide la composición del sector público e indica si está dedicado a la provisión de bienes puramente públicos o también provee otros bienes como salud o educación, donde la competencia con el sector privado es mayor.

¹⁸ Medida como porcentaje del sector de mercancías comercializables (agricultura y manufacturas) en el valor total añadido.

En España, diferentes estudios estiman la brecha salarial en torno al 20%, una de las más altas de Europa¹⁹. Además, la brecha suele ser mayor en el caso de los individuos menos cualificados²⁰.

Otra mejora pendiente de la gestión de los recursos humanos en el sector público es enfatizar los incentivos a los empleados mediante la introducción de sistemas de evaluación que generen un clima de progreso continuo en la eficiencia operativa en todos los niveles de la Administración.

b) La incorporación de las nuevas tecnologías digitales

La tecnología es un buen aliado de la Administración Pública, porque permite incrementar la eficiencia con la que se prestan los servicios públicos y mejora la interacción entre sector público y empresas privadas, emprendedores y ciudadanos. Una mirada a diferentes indicadores evidencia que queda aún camino por recorrer en la mejora del uso de la tecnología en la Administración, a pesar de que su evolución ha sido positiva en los últimos años. Así, cabe mencionar que el nuevo Indicador de Economía y Sociedad Digital (DESI), presentado por la Comisión Europea para medir los servicios públicos digitales, situó a España por encima de la media europea (EU-28) en 2016²¹.

No obstante, el índice Doing Business publicado por el Banco Mundial evidencia que aún queda margen de mejora en la eficiencia del sector público español. En particular, los indicadores recogidos en el Doing Business, que pretenden proporcionar una medición objetiva de las regulaciones para hacer negocios, muestran lo siguiente:

- a) El número de días que se tarda en abrir una empresa en España se ha reducido a la mitad, desde los 30 días de 2013 hasta los 14 días de 2016. Sin embargo, sigue lejos de la media de la OCDE, situada en 8,3 días.
- b) La duración del procedimiento para el cumplimiento de un contrato (que incluye el juicio y la ejecución de la sentencia) se ha mantenido estancada en los mismos niveles desde 2004 (515 días en 2004 y 510 días en 2016, aunque es preciso mencionar que, en esta variable, España se sitúa por debajo de la media de la OCDE en 2016: 538).

¹⁹ En la estimación se tienen en cuenta las características observables de los individuos, como la edad, el género, los años de experiencia y de educación y el tipo de contrato.

²⁰ Hospido, L., y E. Moral-Benito (2014), *The Public Sector Wage Premium in Spain: Evidence from Longitudinal Administrative Data*, Documentos de Trabajo n.º 1422, Banco de España.

²¹ El índice mide la digitalización de los servicios públicos, centrándose en la Administración electrónica. En su medición incluye el porcentaje de usuarios que intercambian formularios *on-line* con la Administración, el nivel de sofisticación de los servicios electrónicos, el nivel de oferta de servicios públicos digitales y el compromiso del Gobierno con la disponibilidad de datos (*open data*).

- c) El número total de días necesarios para construir una nave industrial, incluyendo el manejo de permisos, era de 250 días en 2013, frente a 205 en 2016. Este indicador se sitúa sustancialmente por encima de la media de la OCDE, de 152 días.

Si se busca seguir avanzando en la mejora de la eficiencia del sector público, una mayor incorporación de los avances tecnológicos en el seno de la Administración Pública ofrece un recorrido aún muy amplio.

c) Aumentar la eficiencia recaudatoria

El efecto que una mejora del sistema de recaudación de la Administración Pública puede tener en la eficiencia merece también un apunte. A pesar de que la teoría de la incidencia impositiva, como muchos otros campos de la economía, no está exenta de controversias, con el paso del tiempo se ha ido formando un consenso que ofrece conclusiones valiosas que permiten avanzar hacia un sistema tributario que asegure la sostenibilidad de las cuentas públicas a medio y largo plazo de manera eficiente y equitativa. Algunos de los principios generales son:

- a) Adoptar una visión integral del sistema, disponiendo de una estrategia general orientada al largo plazo y dejando espacio para ajustes ocasionales de corto plazo, teniendo en cuenta que el diseño debe considerar no ya solo interacciones entre impuestos, sino también interacciones con el gasto público (por ejemplo, con el subsidio de desempleo), y evitar las incoherencias.
- b) Evitar la incertidumbre, la inseguridad, la arbitrariedad y la complejidad innecesarias.
- c) Anticipar las reacciones de los agentes (traslación, elusión, evasión), lo cual aconseja, por ejemplo, reconocer que la libertad de movimientos de capital condiciona las posibilidades de tratamiento tributario a nivel nacional.
- d) Preservar la neutralidad sobre las decisiones de los agentes, salvo que haya razones muy justificadas explícitas para lo contrario. A este respecto, los impuestos indirectos son más neutrales que los directos.
- e) Buscar la redistribución con el menor menoscabo posible de la eficiencia. Por término general es preferible que la instrumentalización sea a través de la tarifa del impuesto sobre la renta personal, junto con los programas de gasto social, y no mediante deducciones, exenciones o distorsiones sobre la base impositiva.

Una de las posibles líneas de actuación en este campo son reformas tributarias que amplíen las bases imponibles a través de la eliminación de desgravaciones y exenciones fiscales. Los PGE 2016 estiman el importe de los beneficios fiscales,

que deja de recaudar el Estado, en 34.499 millones de euros, lo que representa el 30 % sobre la recaudación total estimada o un 3,2% del PIB. Por lo tanto, una modificación en esta línea podría aportar un significativo impulso a la recaudación del Estado. Paralelamente, la recaudación podría aumentar redoblándose los esfuerzos en minimizar la economía sumergida, incrementando la capacidad de detección y aumentando el castigo.

6 Conclusión

Ante unas cifras de deuda pública que se sitúan en el 100% del PIB, resulta de vital importancia continuar con el proceso de ajuste fiscal. Para ello es clave asegurar el cumplimiento de la normativa en materia de estabilidad, tanto europea como española. Del mismo modo, en un contexto de reducción del déficit y de un crecimiento del PIB moderado, va a ser necesario explorar la mejora de la productividad del sector público. En particular, la disminución de la brecha salarial público-privada, el avance en la gestión de las AAPP mediante el uso de sistemas de incentivos y la incorporación de tecnología digital, y la mejora en la eficiencia recaudatoria a través de reformas.

Sesión de cierre

El Servicio de Estudios y la economía española: 1992-2016

Fernando Restoy

Banco de España

COMO SABEN MUCHOS, YO HE TENIDO una larga relación con José Luis Malo de Molina. Nos conocimos a mediados de la década de los ochenta del siglo pasado en la Facultad de Económicas de la Universidad Complutense, cuando yo cursaba la licenciatura y José Luis era ya un joven reputado profesor adjunto. Pero fue a raíz de mi incorporación al Servicio de Estudios en 1991 cuando inicié con él una rica e instructiva colaboración profesional, que solo se interrumpió parcial y temporalmente en 2007 con mi paso a la CNMV por culpa de Julio Segura, que comparte esta mesa con nosotros.

El legado que deja José Luis Malo de Molina como director general del Banco de España es amplísimo y su influencia en gran parte de las contribuciones más relevantes de la institución al progreso de nuestra economía resulta notoria. Para los que hemos tenido la suerte de colaborar con él, la impronta que nos ha dejado como economistas esa experiencia es igualmente muy marcada.

En un conocido ensayo publicado en 1924 en honor a su maestro Alfred Marshall, Keynes —de cuyo fallecimiento se acaban de cumplir 70 años— se preguntaba cómo era posible que hubiera tan pocos buenos economistas, siendo la economía una disciplina bastante sencilla (en realidad, la calificaba como «intelectualmente pobre»), si se la compara con la filosofía o las ciencias puras. La respuesta que se daba a sí mismo es que, sin requerir dones especiales, el buen economista debe disponer de cualidades que no es fácil que se combinen en una sola persona. Así, hablaba de que el economista debe tener algo de matemático, historiador, hombre de Estado y filósofo; debe ser capaz de dominar lo abstracto y lo concreto simultáneamente, y de relacionar el presente con el pasado y con el curso previsible de los acontecimientos. Acababa señalando que debe ser incorruptible como un artista, pero, a veces, tan pragmático como un político¹.

¹ Véase Keynes (1924).

Creo que esta combinación de cualidades de distinto género resulta particularmente relevante en un banco central, donde los economistas deben aspirar a la excelencia analítica, al tiempo que deben ser capaces de ajustar la selección temática y el fondo y la forma de sus contribuciones a las exigencias derivadas del papel singular que desempeña la institución. José Luis, como economista, es, sin duda, uno de esos raros ejemplos de profesionales capaces de combinar buena parte de estos variados atributos y, como director general, se empleó en intentar que sus colaboradores nos esmerásemos en desarrollarlos. De ello solo le podemos estar agradecidos.

Introducción

Recordar la trayectoria del Servicio de Estudios durante el tiempo en que lo dirigió José Luis es, en el fondo, pasar revista a los retos más relevantes a los que se ha enfrentado la economía española y las políticas económicas en una etapa de intensa transformación.

A efectos de facilitar su exposición, estos retos pueden, *grosso modo*, agruparse por décadas. Los noventa son los años de la convergencia nominal, condicionada por la crisis del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, acaecida a los pocos meses del nombramiento de José Luis como director general. La primera década del milenio se caracteriza por la expansión continuada de la economía española tras la convergencia exitosa y la integración en la Unión Monetaria y por la emergencia de pronunciados desequilibrios. Finalmente, la década presente está protagonizada por la profunda crisis económica y financiera, que ha producido considerables costes en términos de renta, empleo y bienestar que solo de modo gradual se van superando.

En esta intervención me centraré principalmente en comentar la forma en la que el Servicio de Estudios se aproximó a los desafíos señalados en cada etapa, a la luz de sus informes y publicaciones. Pero quisiera también reservar algo de espacio para reflexionar sobre lo que entiendo cabe esperar del análisis económico que realiza el banco central en el contexto actual.

Los noventa: la convergencia

La crisis del Sistema Monetario Europeo, iniciada en el año 1992, supuso la ruptura del régimen cambiario prevaleciente en Europa, que, de acuerdo con el Tratado de la Unión Europea acordado en Maastricht poco antes, constituía un componente esencial del proceso de transición a la Unión Monetaria. Esta crisis manifestó la enorme dificultad que supone intentar alcanzar y sostener la estabilidad macroeconómica a través de un tipo de cambio fijo o semifijo que permita importar —como se decía entonces— la disciplina y la credibilidad de los países más estables de la Unión Europea.

Por ello, a partir de 1992, el Servicio de Estudios se centró en revisar la estrategia de política monetaria con objeto de facilitar la reducción de la inflación hacia tasas compatibles con el ingreso en la Unión Monetaria. Como resultado de su análisis, el Banco de España sustituyó el esquema hasta entonces vigente, que combinaba la restricción cambiaria con la definición de un objetivo intermedio definido en términos de un agregado monetario amplio, por otro esquema de seguimiento directo de la variable final, la tasa de inflación. En toda esta etapa, el Servicio de Estudios dedicó esfuerzos a fundamentar este nuevo esquema desarrollando modelos y herramientas de análisis de los procesos de formación de precios y de predicción macroeconómica².

Lo cierto es que la nueva estrategia de política monetaria logró su objetivo y contribuyó a que la economía española cumpliera en 1998 los criterios de convergencia establecidos para el ingreso en la Unión Monetaria. Naturalmente, en ese éxito resultaron también determinantes el ajuste realizado en los saldos presupuestarios y la moderación salarial, así como algunos elementos exógenos, incluido el intenso abaratamiento de los precios del petróleo en 1997 y 1998.

La Unión Monetaria: la expansión y sus desequilibrios

Cuando España entró en la Unión Monetaria lo hizo en unas condiciones muy favorables. La reducción de los tipos de interés, propiciada por la convergencia nominal y las expectativas de ingreso en la UEM, había favorecido la expansión de la actividad económica y la creación de empleo. Al mismo tiempo, las devaluaciones de la moneda habían permitido absorber las pérdidas de competitividad acumuladas antes de la crisis del Sistema Monetario Europeo y situar la tasa de conversión irrevocable con el euro en un nivel alineado —o incluso algo depreciado— con respecto a los fundamentos de la economía. Esta continuó así instalada en un círculo virtuoso que se vio pronto alimentado por los crecientes flujos migratorios.

No obstante, enseguida se hicieron patentes deficiencias significativas en el funcionamiento de la Unión Monetaria. Los efectos dispares de la política monetaria común sobre las condiciones financieras efectivas en los distintos países acentuaron la asincronía de los ciclos económicos y diferenciales de inflación significativos que, como consecuencia de la falta de flexibilidad de los mercados de bienes y de trabajo en algunos países, mostraban una elevada persistencia³.

² Una recopilación de estos aparece en Servicio de Estudios (1997), donde se recogen numerosos trabajos de los economistas del Servicio de Estudios y de otros colaboradores externos, que atrajo bastante atención tanto en España como en otros países europeos.

³ El tema del origen y las implicaciones de los diferenciales de inflación en una unión monetaria fue intensamente analizado por los economistas del Servicio de Estudios. Véanse, por ejemplo, Alberola y Marqués (1999), Estrada y López-Salido (2002), Andrés *et al.* (2003) y López-Salido *et al.* (2005), entre otros.

En España, las favorables condiciones financieras condujeron a una intensa expansión de la actividad inmobiliaria y a un crecimiento pronunciado y continuado del gasto en consumo e inversión, que alcanzó tasas medias de crecimiento próximas al 4% y al 7%, respectivamente, entre 1999 y 2007. Todo ello vino acompañado de un incremento del déficit exterior, del aumento del endeudamiento privado y de una pronunciada revalorización de los activos inmobiliarios.

Desde casi el comienzo del nuevo siglo, en un contexto de elevado dinamismo de la actividad económica, el Servicio de Estudios publicó diversos trabajos analíticos —cuyas conclusiones se recogieron en sucesivos informes anuales y artículos de coyuntura— donde se identificaban los problemas emergentes de la economía española, que fueron calificados entonces como riesgos para el mantenimiento de la senda de crecimiento económico.

En particular, se destacó la creciente vulnerabilidad de la situación patrimonial de las familias⁴, asociada al incremento de su endeudamiento y a la inestable situación del mercado inmobiliario. Así, en 2003, el Servicio de Estudios empezó a señalar en sus publicaciones institucionales la existencia de un grado significativo de sobrevaloración de la vivienda, sobre la que ofrecía estimaciones cuantitativas⁵, lo que atrajo considerable atención y debate públicos.

También se analizaron otras vulnerabilidades del modelo de crecimiento de la economía española, en particular, la acumulación de pérdidas de competitividad, manifestadas en los crecientes déficits por cuenta corriente y los diferenciales en el crecimiento de precios y costes laborales con respecto a nuestros socios del euro, y el escaso crecimiento de la productividad; aspectos que motivaron un buen número de trabajos, que explotaban datos macro y microeconómicos⁶. Este modesto aumento de la productividad, unido al imperfecto funcionamiento de los mercados de productos y factores y al carácter fuertemente procíclico de la inmigración, situaba la economía ante un crecimiento potencial endeble, incapaz de absorber el pulso de la demanda sin generar desequilibrios macrofinancieros significativos.

Las recomendaciones de política económica contenidas, en particular, en los informes anuales, se desprendían directamente del análisis realizado: la acumulación de los desequilibrios macroeconómicos, en gran medida asociados a unas condiciones financieras que, para la economía española, eran demasiado laxas, requería una acción compensatoria de la política fiscal y de reformas estructurales en los mercados de bienes y de trabajo que facilitasen el ajuste de precios y fortalecieran la capacidad de crecimiento sostenible de la economía.

⁴ Para este análisis se definieron nuevos indicadores, como el esfuerzo para adquirir una vivienda o el ahorro no destinado al servicio de la deuda. Asimismo, desde 2005 se dispuso de una base de datos microeconómica muy rica —la Encuesta Financiera de las Familias—, que permitió un análisis más detallado de la situación patrimonial del sector de hogares [véase Bover (2005)].

⁵ Véase, por ejemplo, Ayuso *et al.* (2003).

⁶ Véase, entre otros, Jimeno *et al.* (2006).

Dicho esto, en aquel momento los informes públicos del Servicio de Estudios apostaban por una corrección gradual de los desequilibrios, asociada a una desaceleración progresiva de la actividad, como el escenario probable. Si bien se enfatizaba que la tardanza en el comienzo de la fase de ajuste podría aumentar la intensidad de este, ciertamente no se anunciaba una fase recesiva tan intensa como la acaecida a partir de 2009 ni, por supuesto, se anticipaban sus desencadenantes directos⁷.

Con la ventaja que supone la retrospección, el análisis de la época pudiera traslucir una excesiva confianza en el efecto estabilizador de la Unión Monetaria sobre los flujos de financiación de la economía. En la medida en que se consideraba ausente el riesgo de tipo de cambio, se suponía implícitamente que la capacidad de obtener financiación por parte de los distintos agentes debería depender únicamente de su calidad crediticia, la cual no tenía por qué estar vinculada a su localización dentro de la Unión Monetaria. Así, se tendían a considerar el saldo negativo por cuenta corriente y las abultadas necesidades de financiación externa básicamente como un espejo de los pronunciados desequilibrios domésticos, con limitada relevancia adicional. Es decir, la Unión Monetaria habría logrado minimizar el factor riesgo-país.

Naturalmente, la crisis financiera global y, sobre todo, la crisis de la deuda soberana en Europa a partir de 2010 desafiaron este análisis de manera rotunda. La pérdida de confianza generalizada sobre la solidez patrimonial de las entidades bancarias supuso una profunda quiebra en el funcionamiento de los mercados financieros mayoristas, lo que dificultó el mantenimiento de la financiación que requerían los sectores residentes y que se canalizaba a través de los fondos obtenidos por las entidades financieras en el exterior.

En este contexto, se generó una espiral desestabilizadora en la que se sucedieron desarrollos adversos en la economía real, las finanzas públicas y la situación de las entidades financieras, que se retroalimentaron entre sí. En la medida en que esta dinámica se produjo al mismo tiempo en otras economías del área del euro y se evidenciaba la ausencia de mecanismos eficaces de mutualización de riesgos dentro de la UEM, la propia continuidad de la moneda común se llegó incluso a poner en duda, lo que supuso la reemergencia del factor riesgo-país, reencarnado en lo que pasó a llamarse «fragmentación de los mercados».

En el fondo, la crisis no desveló factores de vulnerabilidad en el modelo de crecimiento de la economía española que los analistas de dentro y de fuera del Banco de España no hubieran identificado con anterioridad, pero sí evidenció un potencial desestabilizador de aquellos sustancialmente mayor que el esperado.

⁷ Véase Malo de Molina y Restoy (2005).

Después de la crisis: el reto de acercarnos a los mejores

La crisis ha tenido efectos muy adversos sobre la economía española. De hecho, a pesar de la recuperación reciente, el PIB y, sobre todo, el empleo tardarán todavía algún tiempo en recuperar los niveles previos.

En la Unión Europea, la crisis ha promovido una profunda transformación institucional a partir de tres reformas de gran calado: i) la ampliación de los instrumentos disponibles para el control conjunto de las políticas económicas nacionales (como el Semestre Europeo o el *two-pack*); ii) el sensible refuerzo de los mecanismos centralizados de apoyo financiero mutuo y, en particular, la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad, y iii) por último, la Unión Bancaria, con sus mecanismos unificados de supervisión y resolución de las entidades financieras.

Estos avances, que ya han contribuido a reducir la fragmentación de los mercados financieros europeos provocada por la crisis, sin duda, tenderán a amortiguar los efectos sobre la estabilidad del conjunto de la Unión Monetaria de eventuales perturbaciones idiosincráticas. En todo caso, es indudable que el adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria requerirá, también, que las autoridades nacionales mantengan políticas coherentes con la necesidad de prevenir desequilibrios significativos de naturaleza fiscal⁸ o financiera y de lograr un ajuste eficiente de los precios y salarios.

Con todo, el reto fundamental de la economía española —al que el Servicio de Estudios ha otorgado gran atención en los últimos años— consiste en poner las bases para restaurar el proceso de convergencia en términos de renta per cápita con las economías europeas más avanzadas, que apenas ha progresado en las últimas cuatro décadas⁹. Ello requiere ampliar sensiblemente el crecimiento potencial a medio plazo de nuestra economía, que según las últimas estimaciones de los economistas del Banco se sitúa solo ligeramente por encima del 1 %. Esto se puede lograr intensificando el aprovechamiento del factor trabajo disponible y elevando la productividad a partir de un aumento del contenido tecnológico del capital instalado, del perfeccionamiento del capital humano y de mejoras en la organización de los procesos productivos, factores todos ellos en los que mantenemos una desventaja apreciable con los países de nuestro entorno.

⁸ Véase Gordo, Hernández de Cos y Pérez (2015).

⁹ Véase Andrés y Doménech (2015).

Comentario final: el papel del análisis económico en un banco central

Esta rápida revisión de la evolución de las prioridades analíticas y los posicionamientos de política económica del Servicio de Estudios pone de manifiesto la amplitud del ámbito cubierto.

Como ocurre con otros bancos centrales, el Banco de España no se ha limitado a realizar análisis sobre aspectos relativos a la política monetaria u otros campos en los que tiene asignadas competencias directas. Con frecuencia, ha mantenido posiciones —basadas en su análisis técnico e independiente— en ámbitos como el de la política fiscal, el mercado de trabajo u otras políticas sectoriales, aspectos en los que, por cierto, resultan destacables las contribuciones realizadas por el nuevo director general.

Según muestra la experiencia, el éxito de un determinado régimen monetario, como puede ser el sistema de tipos de cambio fijos, la estrategia de objetivos directos de inflación o la pertenencia a una unión monetaria plurinacional, en términos de su capacidad de alcanzar los objetivos nominales previstos con el menor coste real posible, depende crucialmente del concurso del conjunto de las políticas económicas.

Es, por lo tanto, natural que los análisis del Banco de España incorporen la revisión del conjunto de las políticas económicas. El análisis económico y la experiencia reciente han dejado ya suficientemente claro que la contención de los desequilibrios presupuestarios y de las distorsiones en el funcionamiento de los mercados, en particular del mercado de trabajo, contribuye de manera inequívoca a la estabilidad económica y al bienestar social, y resulta perfectamente compatible con posicionamientos ideológicos dispares.

Por ello, estoy de acuerdo con José Luis cuando, en un trabajo de 2003, donde pasaba revista a la trayectoria de la economía española durante los 25 años que siguieron a la aprobación de la Constitución, señalaba¹⁰:

«Dada la gravedad de los problemas con los que se inició la andadura, sería difícil concebir los progresos realizados en todos los terrenos —desde las libertades públicas al bienestar de los ciudadanos—, si no hubiese sido posible avanzar en la batalla por la estabilidad.»

Es cierto que el Servicio de Estudios ha tendido tradicionalmente a utilizar un lenguaje medido para referirse a las perspectivas de la economía, los riesgos más relevantes y las actuaciones deseables por parte de los responsables de la política económica nacional. Este estilo se debe en gran medida a Ángel Rojo, pero fue

¹⁰ Véase Malo de Molina (2003).

desarrollado por José Luis hasta hacerlo una seña de identidad de las publicaciones del Banco. Con todo, la contención verbal no ha evitado a lo largo de la historia que algunos análisis o recomendaciones generen ocasionalmente desencuentros con las autoridades y los representantes de distintos segmentos de la sociedad. Y, en sentido contrario, el tono cauteloso —algunos le llaman «vaticanista»— de algunas recomendaciones dirigidas a minimizar riesgos emergentes ha sido, en ocasiones, criticado *a posteriori*, una vez estos se han terminado materializando. Por lo tanto, la comunicación ha sido y será siempre un desafío para el Banco de España, como lo es para el resto de los bancos centrales.

En todo caso, los instrumentos utilizados y el tono empleado en la comunicación deben ajustarse al estado general del debate económico. En España, se ha registrado un aumento apreciable de su intensidad y calidad media como consecuencia de la aparición en los últimos años de profesionales y otros servicios de estudios, públicos y privados, que realizan análisis muy competentes sobre nuestra economía y su entorno exterior. Parece claro que el Banco, aunque mantiene restricciones institucionales que no concurren en otros casos, debe estar presente en ese debate y enunciar su posición de una manera suficientemente transparente. Una muestra de esta adaptación es —cumpliendo una vieja aspiración de José Luis y del Servicio de Estudios— el comienzo reciente de la publicación de previsiones macroeconómicas con carácter trimestral, que, en ocasiones, estarán acompañadas de comparecencias públicas de los nuevos responsables de la Dirección General de Economía y Estadística, que las elabora.

La dirección del Banco tendrá que evaluar qué otros ajustes sobre la frecuencia y el estilo de nuestras publicaciones y comparecencias son las que mejor se ajustan a lo que en estos momentos demanda la sociedad española de su banco central.

Bibliografía

ALBEROLA, E., y J. M. MARQUÉS (1999). «Diferenciales interregionales de inflación y sus implicaciones para la Unión Monetaria», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.

ANDRÉS, J., y R. DOMÉNECH (2015). «En busca de la prosperidad. Los retos de la sociedad española en la economía global del siglo XXI», Deusto, SA, Ediciones.

ANDRÉS, J., E. ORTEGA y J. VALLÉS (2003). «Market structure and inflation differentials in the European Monetary Union», Documentos de Trabajo, n.º 0301, Banco de España.

ARCE, Ó., S. HURTADO y C. THOMAS (2015). «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», Documentos de Trabajo, n.º 1540, Banco de España.

AYUSO, J., J. MARTÍNEZ, L. Á. MAZA y F. RESTOY (2003). «El precio de la vivienda en España», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, pp. 65-71.

BOVER, O. (2005). «Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: resultados a partir de la Encuesta Financiera de las Familias», *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.

BUISÁN, A., y F. RESTOY (2005). «Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU», Documentos Ocasionales n.º 0504, Banco de España.

ESTRADA, Á., y J. D. LÓPEZ-SALIDO (2002). «Understanding Spanish dual inflation», Documentos de Trabajo, n.º 0205, Banco de España.

GORDO, E., P. HERNÁNDEZ DE COS y J. J. PÉREZ (2015). «Instituciones fiscales independientes en España y en la UEM», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.

JIMENO, J. F., E. MORAL y L. SAIZ (2006). «Cambios estructurales en la productividad del trabajo: Estados Unidos frente a la UE», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.

KEYNES, J. M. (1924). «Alfred Marshall, 1842-1924», *The Economic Journal*, vol. 34, n.º 135 (septiembre), pp. 311-372.

LÓPEZ-SALIDO, J. D. (2005). «Inflación, productividad y márgenes sectoriales», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

LÓPEZ-SALIDO, J. D., F. RESTOY y J. VALLÉS (2005). «Inflation differentials in EMU: The Spanish case», Documentos de Trabajo, n.º 0514, Banco de España.

MALO DE MOLINA, J. L. (2003). «Una visión macroeconómica de los veinticinco años de vigencia de la Constitución Española», Documentos Ocasionales, n.º 0307, Banco de España.

— (2005). «Una larga fase de expansión de la economía española», Documentos Ocasionales, n.º 0505, Banco de España.

MALO DE MOLINA, J. L., y F. RESTOY (2005). «Recent trends in corporate and household finances in Spain: Macroeconomic implications», *Moneda y Crédito*, n.º 221, pp. 9-36.

SERVICIO DE ESTUDIOS DEL BANCO DE ESPAÑA (1997). *La política monetaria y la inflación en España*, Alianza Editorial, Madrid.

El análisis económico y el Servicio de Estudios del Banco de España ante la crisis

Julio Segura

Universidad Complutense de Madrid

QUIERO AGRADECER LA AMABLE INVITACIÓN a participar en este merecido homenaje a José Luis Malo de Molina. La justificación más probable de esta invitación es que soy el responsable indirecto de que José Luis acabara en el Banco de España. Fue un brillante alumno en la Facultad, se orientó al terminar la Licenciatura hacia la vida académica y me pidió que le dirigiera su tesis doctoral, la primera que se hacía en España con un enfoque analítico sobre el mercado de trabajo, lo que acepté encantado por ser un alumno excepcional y porque era un tema en el que el director iba a aprender tanto o más que el doctorando. En esos momentos Ángel Rojo estaba buscando para el Servicio de Estudios del Banco de España un economista que supiera del mercado de trabajo español (quien recuerde su «Desempleo y factores reales» de 1973 sabrá el porqué) y cuando José Luis se doctoró —con Premio Extraordinario— le ofreció entrar en el Banco.

Pese al sincero agradecimiento, he de señalar que la invitación es generosa, pero también un regalo envenenado. No es para hablar de economía internacional, el Banco Central Europeo (BCE) o la zona del euro, porque eso ya se ha tratado esta mañana. No es para discutir sobre los problemas actuales de la economía española, porque sobre ellos acabamos de disfrutar de una excelente mesa redonda. Por tanto, se supone que esta sesión de clausura es para hablar del Banco de España y de su Servicio de Estudios. Y me invitan para que acompañe al subgobernador y a quien ha sido director del Servicio de Estudios durante 23 años, entre los que se cuentan los 12 que pertenecí a la Comisión Ejecutiva. Difícilmente podría hablar con más conocimiento de causa sobre estos temas en tal compañía, así que me centraré en hacer algunas reflexiones sobre el papel de los economistas, el análisis económico y —qué remedio— el Servicio de Estudios del Banco de España en las décadas previas a la reciente crisis.

Las crisis son buenas ocasiones para reflexionar sobre la utilidad de la profesión de economista, la validez de los instrumentos de análisis que hemos utilizado,

los problemas que hemos considerado importantes y los que hemos omitido. En suma, las crisis son épocas en que surgen muchos interrogantes: ¿Servimos para algo los economistas y los bancos centrales? ¿Nos ocupamos de temas relevantes? ¿Hemos ayudado a mejorar el diseño de la política económica? ¿Nuestro trabajo ha ayudado a conocer mejor la sociedad en que vivimos?

Con una perspectiva histórica, estas preguntas resultan más fáciles de contestar. Los economistas clásicos se ocuparon de explicar cómo funcionaba el naciente sistema capitalista de mercado y de qué dependía el crecimiento económico. En su época, resulta difícil encontrar un tema más relevante y, dado el estado del conocimiento, los análisis de Smith o de Ricardo ayudaron a comprender el funcionamiento de la sociedad alumbrada por la Revolución Industrial y las revoluciones francesa y norteamericana y a señalar algunos aspectos cruciales del crecimiento: la importancia de la división del trabajo y del tamaño del mercado, el papel del ahorro y la inversión, del empresario, o el peligro del estado estacionario solo evitable con mejoras tecnológicas, entre otros.

Las mejoras se produjeron y el alejamiento del fantasma del estado estacionario pareció garantizar el crecimiento y generó una visión más optimista del futuro que desvió el interés de los economistas hacia los problemas de eficiencia en la asignación de los recursos, es decir, de funcionamiento de los mercados. A esto se dedicaron los neoclásicos y es también difícil no aceptar que de Walras a Marshall, por seguir mencionando solo el santoral de primer nivel, el conocimiento de la economía, las ventajas del librecambio, el peligro de los monopolios, el uso de los instrumentos monetarios y tantas otras cosas adquirieron un respaldo analítico notable.

Cuando estalló la crisis de 1929 la profesión se hizo las preguntas de rigor y percibieron que el instrumental analítico del que disponían no había sido suficiente para prevenir ni hacer frente rápidamente a la Gran Depresión. Se tardaron varios años en llegar a las aportaciones keynesianas que supusieron un cambio en el paradigma dominante en cuanto a la teoría de la determinación de la renta a corto plazo y la función de las políticas monetaria y fiscal. Todo esto es muy conocido, pero convendría recordar que en el siguiente cuarto de siglo de fuerte crecimiento, reducción de las desigualdades y generalización de los sistemas de protección social, los economistas se dedicaron a algunos temas relevantes en este contexto. Por una parte, la teoría del crecimiento, la teoría de la política fiscal, la economía del bienestar y la elección social. Por otra, la culminación de la teoría del equilibrio general y sus temas canónicos: existencia, unicidad y estabilidad. Por último, pero no menos importante, la utilización generalizada de técnicas econométricas y del análisis empírico como instrumento para conocer mejor las relaciones entre variables económicas y estimar los impactos de medidas de política económica.

La acumulación en estas décadas de crecimiento dorado de rigideces e ineficiencias (entre otras, mercados muy regulados, rigideces laborales, presencia del sector público en áreas con escasa justificación, fiscalidad distorsionadora de las decisiones

de los agentes, escasa atención al déficit público y consiguiente subordinación de la política monetaria a la fiscal) se vieron más que compensadas por el dinamismo de las economías, pero la crisis de 1973 desveló bruscamente su importancia. Los mercados no fueron capaces de absorber un cambio radical en el precio relativo de un *input* no sustituible y de uso generalizado, y las autoridades, mayoritariamente, trataron de compensar las pérdidas no trasladando a precios los cambios en los costes.

Es claro que algunas críticas a la ortodoxia económica de la época del crecimiento dorado fueron anteriores a la crisis: el atisbo de las expectativas racionales de Muth, el papel de la política monetaria de Friedman y el nuevo monetarismo, la teoría del *public choice*, por citar algunos ejemplos relevantes. Pero el triunfo de las nuevas ideas cristalizó tras la primera crisis del crudo.

En el campo del análisis económico la nueva ortodoxia —de la que hemos vivido hasta la crisis de 2007— se materializó en la consolidación de dos hipótesis básicas: la hipótesis de expectativas racionales (HER) y la de mercados eficientes (HME). Desde la perspectiva del diseño de la política económica, todos los males se achacaron al exceso de regulación y a la invasión del sector público de funciones que se suponía que la iniciativa privada podía hacer con mayor eficiencia. Desde el punto de vista político, las décadas de los años 1980 y 1990 fueron las del triunfo del eslogan liberalizar-desregular-privatizar, basado en una confianza absoluta en que los mercados financieros desregulados eran suficientes para disciplinar el funcionamiento de las economías. Incluso el área del equilibrio general (la parte más matemáticamente sofisticada del análisis económico y aparentemente alejada de debates políticos), los nuevos resultados que suavizaron las condiciones para garantizar la existencia de equilibrio general y los avances sobre economías regulares y críticas en el análisis de estabilidad fueron convertidos por algunos en una hagiografía del mercado.

Analicemos brevemente las dos hipótesis mencionadas que han constituido el núcleo del análisis económico durante las últimas tres décadas.

La idea básica de la HER es que los agentes acaban por anticipar correctamente las decisiones de política económica de los Gobiernos, por lo que la eficacia de estas, salvo comportamientos aleatorios, no será la esperada. Desde un punto de vista más técnico, la idea es que los agentes utilizan la información disponible de forma eficiente, es decir, que el valor de la expectativa racional de una variable cualquiera es su esperanza matemática condicionada a la información de que disponen los agentes. Si esto es así, los agentes individuales pueden cometer errores, pero no de carácter sistemático, por lo que en mercados donde operan muchos agentes (por ejemplo, financieros) los errores individuales se compensarán. Esto supone que los agentes tienen expectativas autorrealizadas, ya que, en su conjunto, terminan anticipando lo que realmente ocurrirá.

Una de las consecuencias fundamentales desde el punto de vista de la política económica de la HER es que los macromodelos en que se sustentaba la eficacia

del diseño de las políticas monetaria y fiscal —con apreciable grado de discrecionalidad— son inadecuados, porque los efectos de las medidas se calculan a partir de modelos cuyos parámetros relevantes corresponden a una situación en que los agentes no han anticipado las medidas, porque estas no se han implementado, es decir, no se tiene en cuenta que los agentes reaccionarán ante las decisiones de política económica, por lo que la estimación de sus efectos será incorrecta. La conclusión obvia es que la discrecionalidad de los Gobiernos tiene efectos distorsionadores y que lo más conveniente es tener reglas estrictas y conocidas.

La HER representó una mejora respecto a la forma en que se trataban antes las expectativas de los agentes que eran de carácter adaptativo, es decir, la predicción que los agentes hacían de una variable era un polinomio de los valores de esta en los períodos anteriores con un peso decreciente a medida que se alejaban en el tiempo. Sin embargo, su sacralización redujo los avances del análisis macroeconómico que no se basaran en ella. Con expectativas racionales hay muchos fenómenos de desequilibrio que no pueden explicarse. De hecho, la HER terminó por convertirse en un axioma, pese a que la evidencia empírica que la sostenía era muy débil, y dio una apariencia de racionalidad a posiciones extremas sobre la inutilidad de cualquier política discrecional, pese a que, en palabras de alguien tan proclive a frases rotundas y posiciones extremas como Robert Lucas, aceptara que «en las trincheras todos somos keynesianos».

Lo sorprendente de la HER es que su consistencia lógica formal y el hecho de que fundamentara microeconómicamente los modelos macroeconómicos se consideraron condiciones suficientes para defender las políticas económicas que eran coherentes con los modelos, pese a su escaso apoyo empírico: ni la equivalencia ricardiana como justificación de una política fiscal ortodoxa, ni la neutralidad del dinero como justificación de la ineficacia de la política monetaria tienen apoyo empírico apreciable. Pero se convirtieron no ya en la ortodoxia del mundo académico, sino en la justificación supuestamente científica de las políticas conservadoras.

El caso de la HME es aún más extremo. La hipótesis postula que los participantes en los mercados financieros utilizan para tomar sus decisiones toda la información relevante disponible, por lo que su comportamiento resulta eficiente. La conclusión de *policy* es clara: los mercados financieros no deben ser regulados y su comportamiento disciplinará el de la economía en su conjunto. En este caso, es incluso dudoso que su formulación implique una mejora significativa desde el punto de vista analítico.

En primer lugar, como es bien sabido desde Akerloff, con información asimétrica los equilibrios competitivos no son eficientes e, incluso, algunos mercados pueden llegar a desaparecer, como ocurrió al principio de la reciente crisis financiera con los mercados de deuda privada corporativa. Dado que los mercados financieros presentan inevitablemente información asimétrica, su eficiencia es imposible. En segundo lugar, la HME se refiere —como no podía ser de otra forma— a la

información *disponible* para los agentes, pero la falta de transparencia en muchos mercados hace que la información disponible no sea suficiente para tomar decisiones eficientes. En tercer lugar, tampoco la evidencia en favor de la HME es muy favorable, existiendo abundantes casos de comportamientos gregarios y de decisiones basadas en extrapolaciones simples del pasado. Por último, aunque esto no afecte a la discusión teórica de la hipótesis, unos mercados financieros eficientes es dudoso que constituyeran —en el caso imposible de que existieran— un óptimo social por los costes en términos de inestabilidad financiera que implicarían.

En todo caso, conviene recordar el ejemplo comentado por Schiller: poco antes del *crash* de la bolsa estadounidense de octubre de 1987: el 84 % de los inversores institucionales creía que el mercado estaba sobrevalorado, el 78 % que esta opinión era compartida por los demás inversores, pero el 95 % tenía posiciones compradoras netas. ¿Cómo se casa esto con el comportamiento eficiente del mercado? ¿Y con expectativas autorrealizadas?

Pero las dos hipótesis defendían corolarios de política económica que encontraron un apoyo decidido en los Gobiernos de las dos últimas décadas del siglo pasado y en los *think tanks* conservadores, y dieron una base aparentemente científica al eslogan simplista «liberalizar, privatizar, desregular», es decir, a la idea de que existen los individuos, pero no el Estado.

Liberalizar unas economías que habían acumulado rigideces ya mencionadas resultaba, sin lugar a dudas, positivo. Privatizar también, en aquellos casos en que el sector público realizaba funciones para las que no estaba especialmente preparado, como, por ejemplo, actividades industriales, algunas en régimen de monopolio, aunque los procesos de privatización fueron con frecuencia diseñados para transferir rentas públicas a grupos económicos privados próximos a los Gobiernos privatizadores. Pero la consigna desregulatoria fue especialmente nociva, en particular en el sector financiero.

La idea básica era, insisto, que unos mercados financieros (eficientes) introducirían la disciplina suficiente para el correcto funcionamiento de la economía y que, por tanto, su regulación era perjudicial. Este fue uno de los elementos clave que facilitaron la crisis actual.

En efecto, cuando existen conflictos de interés, la autorregulación falla. La razón es muy simple, la autorregulación es un código de conducta de cumplimiento voluntario y quien no sigue las reglas puede obtener ventajas, máxime en situaciones de crisis. Y en el mundo financiero los conflictos de interés son la norma: en las agencias de *rating*, en los bancos de inversión, en las actividades de asesoramiento y comercialización, incluso entre los objetivos de los supervisores de preservación de la solvencia y de la conducta.

Además la desregulación trajo consigo la aparición de un sistema bancario en la sombra (*shadow banking*) que impidió conocer, tanto a los agentes como a los reguladores y supervisores, la distribución real de riesgos y que generó ventajas a las

instituciones no sujetas a supervisión. Ítem más, la innovación financiera se utilizó con frecuencia para evadir los requerimientos de capital regulatorio (piénsese en los *conduits*), o para crear operativas que se parecían a un juego de casino, como la negociación de alta frecuencia o ciertos fondos de inversión.

Con el instrumental y la orientación analítica dominante descritos se ha acusado a los economistas, a los bancos centrales y a los Gobiernos de no haber sido capaces de predecir y abortar la crisis iniciada en 2007.

Hay un primer tipo de crítica que merece poca atención. Se ha dicho con frecuencia que algunos economistas advirtieron del advenimiento de la crisis, aunque no señalaron ni cómo ni (aproximadamente) cuándo se iba a producir. Este tipo de predicciones carece de interés. Si se afirma que el capitalismo terminará desapareciendo es seguro que la predicción será correcta, pero también lo es afirmar que el *homo sapiens* y el propio planeta desaparecerán. ¿Dentro de una década? ¿De un siglo? ¿De 100 millones de años? ¿Desaparecerá el capitalismo por una crisis financiera brutal? ¿Por la incapacidad para repartir trabajo y riqueza? Sin plazos y sin causas las predicciones carecen de sentido.

Una segunda crítica es que los economistas no han sido capaces de construir modelos que permitan predecir el momento en que se va a producir una crisis. Dejando aparte argumentos técnicos que lo hacen imposible, debemos felicitarnos por ello. Si hubiera un modelo que fuera capaz de predecir que el día D a la hora H se produciría una crisis sistémica y muchos agentes confiaran en la predicción, el resultado sería que la crisis se desencadenaría en este mismo instante, porque los agentes incorporarían el evento en sus expectativas y lo trasladarían al momento presente.

Lo que se les puede exigir a los economistas es algo parecido a lo que esperamos de los médicos. Nadie acusaría a un cardiólogo de no haber diagnosticado a un paciente que sufriría un infarto el día 7 de mayo de 2016, pero sí de no haber advertido que sus factores de riesgo tenían valores críticos y ponerle un tratamiento que los redujera. A los economistas no se les puede hacer responsables de no predecir una crisis, pero sí —si es el caso— de no haber señalado la acumulación de desequilibrios que, antes o después, la provocarían y de no haber propuesto medidas que redujeran dichos desequilibrios, aunque la decisión de tomarlas o no pertenezca a la esfera de los políticos, por mucho que con la crisis actual hayan proliferado los economistas expertos en politología.

Por tanto, lo que resulta crucial para valorar la contribución de los economistas en la crisis es responder a preguntas del tipo: ¿Advirtieron de la existencia de desequilibrios significativos? ¿Alertaron del riesgo de dichos desequilibrios? ¿Propusieron posibles medidas de política económica para limitarlos? Si la contestación a estos interrogantes fuera positiva, la conclusión debería ser que los economistas hicieron su trabajo de forma apropiada y la responsabilidad de la crisis se trasladaría en su totalidad a los políticos.

Contestar a estas preguntas no resulta sencillo. Por una parte, existían riesgos y desequilibrios claros y conocidos. Por ejemplo, la burbuja inmobiliaria, aunque el fenómeno de las burbujas no era nuevo —*v. gr.*, la de las empresas «.com» a escala mundial y la de las eléctricas en el caso español— y nunca habían producido una crisis tan importante. Se sabía que el deterioro de los estándares crediticios al cabo de cuatro o cinco años acaba por erosionar los resultados de las entidades y, por tanto, podía dar lugar a fenómenos de insolvencia. También se sabía de incentivos perversos, como la remuneración a los vendedores de hipotecas, con independencia de la solvencia del endeudado. Del mismo modo, era conocido que un largo período de tipos de interés reducidos y sobrevaloración de activos financieros había conducido a que los agentes asumieran riesgos excesivos, de forma que los niveles de apalancamiento, que en la década anterior se consideraban normales cuando eran del orden de 1:10, alcanzaban con frecuencia valores de 1:70. En el caso español, se sabía, además, que los bancos se estaban financiando en el exterior con préstamos a plazos cortos para conceder créditos a plazos largos. Y también que existían desequilibrios macroeconómicos insostenibles a escala mundial en lo relativo a las balanzas de pagos.

De todos estos riesgos, tanto muchos economistas académicos como de los bancos centrales o de instituciones internacionales como el FMI o la OCDE dieron cuenta con frecuencia y advirtieron, en general, de su importancia y riesgo acumulativo.

¿A qué no supieron los economistas y los bancos centrales dar la importancia que se merecía?

La limitación fundamental desde el punto de vista que aquí interesa —y desde la perspectiva de un banco central— fue que las ideas de estabilidad financiera y de riesgo sistémico derivadas del arsenal teórico descrito fueron muy limitadas y se demostraron insuficientes, al menos, en tres aspectos.

En primer lugar, la globalización financiera, en un contexto de desregulación generalizada y de titulización intensa, había generado una dispersión de riesgos que los supervisores ignoraban y había aumentado notablemente la probabilidad de contagio ante un *shock* externo, como demostró el brutal efecto dominó de una crisis iniciada en un segmento modesto del mercado hipotecario estadounidense, cuyas hipotecas basura representaban poco más del 10 % de aquel.

En segundo lugar, existía el convencimiento de que, bajo cualesquiera circunstancias, seguirían funcionando los mercados de todos los activos financieros, por complejos que fueran, lo que permitía ignorar el riesgo de liquidez de las entidades de crédito. La idea dominante era que la estabilidad financiera no tenía que ver con los mercados, sino tan solo con las entidades. Uno de los primeros efectos de la crisis fue que dos tipos de mercados dejaron de funcionar: el interbancario y el de deuda privada. El primero pudo recuperarse por la decidida acción de los principales bancos centrales, pero el de deuda corporativa tardó años en recuperarse, planteando problemas de liquidez y de financiación graves.

En tercer lugar, hasta bien entrada la crisis, siguió dominando la idea de que la estabilidad financiera era un problema exógeno para cada entidad de crédito individual, ajeno a su comportamiento. Bastaba, por tanto, con disponer de suficientes recursos propios para hacer frente a posibles *shocks* externos para garantizar la estabilidad. La crisis demostró, de nuevo, lo erróneo de esta concepción y el comportamiento incorrecto de muchas entidades fue un componente crucial de su estallido: asunción excesiva de riesgos, laxitud en la concesión de créditos, opacidad con sus clientes y un largo etcétera.

Planeando desde el análisis económico hasta el Banco de España y su Servicio de Estudios, ¿cómo cabría valorar su comportamiento antes y durante la crisis? La valoración que haré se ceñirá a lo que he señalado que se puede exigir a los economistas: si advirtieron del peligro de los desequilibrios que iban acumulándose y si propusieron medidas para corregirlos, no entrando, por tanto, en los temas de gestión de la crisis bancaria, que se encuentran más alejados de la órbita de un servicio de estudios.

Creo que puede asegurarse que el Servicio de Estudios investigó prácticamente casi todos los desequilibrios relevantes de la economía española. Algunos ejemplos serán suficientes. Sobre las rigideces del mercado de trabajo, desde la incorporación al Servicio de José Luis Malo de Molina no se han dejado de producir análisis, sorprendiendo incluso el elevadísimo porcentaje de investigaciones y propuestas sobre el tema por parte de un banco central. Sobre productividad y factores determinantes de la pérdida de competitividad, hay docenas de documentos de trabajo del Banco de España en los años previos a la crisis. Sobre crecimiento potencial, productividad total de los factores y determinantes del crecimiento, hay una sólida línea de trabajos que apunta al débil crecimiento de la productividad total y los factores de los que depende. Sobre la riqueza financiera de las familias —un tema clave en los mecanismos de transmisión de la política monetaria—, el Banco de España llevó a cabo una compleja encuesta en 2002 —repetida hasta la fecha tres veces— de la que han salido numerosas investigaciones. Sobre la estructura del endeudamiento y su excesivo nivel, todos los informes anuales han advertido de sus peligros potenciales. Sobre la importancia de los recursos propios, aparte de las investigaciones de la Dirección General de Supervisión, como es sabido España contó antes que cualquier otro país europeo con una provisión anticíclica que, aunque es dudoso que cumpliera los principios contables internacionales, fue muy útil para absorber una parte de las pérdidas y, tras la crisis, envidiada por todos los demás bancos centrales. Como último ejemplo, sobre la existencia o no de una burbuja inmobiliaria, en esta mesa está sentado el autor de un trabajo que estimaba, años antes del estallido de la crisis, la sobrevaloración de la vivienda en la horquilla 24%-32%.

En suma, el volumen de investigación sobre los desequilibrios y la necesidad de reformas estructurales en los años previos a la crisis fueron muy considerables

y realizados con métodos de la frontera de la investigación, publicándose muchos trabajos en revistas académicas extranjeras de alto índice de impacto. ¿Por qué esto no fue suficiente para que se tomaran medidas que habrían mejorado el comportamiento de la economía española? Como no tengo interés en encontrar culpables, un ejercicio poco útil desde la perspectiva que aquí me interesa, me parece más útil señalar algunas limitaciones o insuficiencias del trabajo del Servicio de Estudios del Banco de España que dificultaron que sus mensajes calaran más tanto en los Gobiernos como entre los agentes sociales.

Por una parte, el trabajo analítico y empírico se desarrolló dentro del paradigma ortodoxo antes comentado —HER e HME—, lo que implicó la imposibilidad de anticipar la importancia de ciertas características del sistema financiero que el análisis no había identificado como potenciales detonantes de la inestabilidad sistémica. Pero tiene poco sentido exigir a un servicio de estudios de un banco central que se separe de la ortodoxia analítica dominante que, además, había dado algunos buenos resultados en las dos décadas precedentes.

Creo que lo que, en términos relativos, supuso limitaciones fueron dos temas: la forma de comunicar sus análisis y ciertas omisiones de temas relevantes.

El Banco de España se ha caracterizado, desde mucho antes de la incorporación de José Luis Malo de Molina, por utilizar un lenguaje excesivamente académico al manifestar sus opiniones basadas en las investigaciones realizadas, pecando de excesiva solemnidad y de escasa didáctica. Una comunicación más fluida y menos unidireccional con los medios —no recuerdo en décadas una sola conferencia de prensa, sino comunicados—, un lenguaje más inteligible para profanos y menos neutro, tratar de explicar los aspectos básicos habrían sido deseables.

La escasa atención a ciertos temas tiene que ver con el sesgo del Servicio de Estudios del Banco de España hacia el análisis macroeconómico, la teoría monetaria y el equilibrio fiscal y, por tanto, con un déficit relativo en microeconomía y en los problemas de inestabilidad que los mercados financieros podían provocar, posiblemente causado por una sobrevaloración del riesgo de «invadir» competencias de otras instituciones. Creo que el Banco de España debería hablar de más temas económicos. No solo del equilibrio presupuestario, sino de fiscalidad, redistribución, programas de gasto público, evaluación de políticas públicas e incentivos. Por poner un ejemplo, en el tema de las pensiones, además de señalar que el sistema requerirá para mantener las prestaciones actuales seis puntos porcentuales más del PIB en 2050, debería explicarse que el déficit de un sistema contributivo implica redistribuciones intergeneracionales de jóvenes a viejos que son imposibles de justificar bajo criterio alguno de equidad o justicia social.

Por último, me gustaría, en el núcleo del análisis económico, que se prestara más atención a ciertos temas. Mencionaré solo dos. En primer lugar, tras décadas de modelización económica en que la racionalidad formal ha alcanzado cotas insuperables, sería deseable que se explotara mejor la enorme disponibilidad de

información estadística fiable (por ejemplo, en el mundo financiero o en el laboral), es decir, que se reforzara la racionalidad empírica del análisis económico, empezando por utilizar técnicas solventes de análisis de datos que permitieran formular hipótesis de trabajo que no contradijeran la evidencia disponible. No me refiero a hacer trampas en el solitario, es decir, a elegir el subconjunto de información que confirma nuestra hipótesis *a priori* —aunque se trate de una práctica más común de lo deseable—, sino a abandonar aquellas hipótesis que no son confirmadas por los datos en vez de convertirlas en axiomas. En segundo lugar, abandonar el principio de agente representativo que impide analizar fenómenos muy presentes en las crisis y en los ciclos, tales como expectativas distintas y difícilmente compatibles o desequilibrios permanentes.

Los retos que tiene ante sí el Servicio de Estudios son, por tanto, considerables. Los avances logrados en cada momento por Joan Sardà, Luis Ángel Rojo y José Luis Malo de Molina han sido sobresalientes. Solo me queda desear a Pablo Hernández de Cos la suerte necesaria para pilotar los nuevos cambios, porque la capacidad la tiene.

El valor del análisis

José Luis Malo de Molina

Banco de España

MI PRIMERAS PALABRAS HAN DE SER de sincero agradecimiento al Banco de España, a sus órganos de gobierno, al gobernador y al subgobernador, por la organización de esta Conferencia con motivo del final de mi etapa al frente del Servicio de Estudios, y también a todos los que han aceptado participar como ponentes, con quienes he tenido la satisfacción de compartir diversas etapas y experiencias de mi vida profesional, en el trabajo analítico y como banquero central. Mi gratitud a todos los que han contribuido al alto nivel académico y profesional de esta Conferencia abarca a quienes habéis querido compartir esta jornada tan emotiva para mí.

Mi agradecimiento a Julio Segura y a Fernando Restoy, que me han precedido en el uso de la palabra en esta última sesión, va unido a la petición de que todos Vds. apliquen a los calificativos que me han atribuido el elevado factor de descuento que se corresponde con la larga y estrecha amistad que nos une.

Entré en el Servicio de Estudios en 1982 respondiendo a la invitación de Ángel Rojo, entonces su director general, para que me presentara a las oposiciones de titulado, a fin de reforzar el análisis del mercado de trabajo, que era el área en la que yo me había especializado durante mi trayectoria académica. Diez años más tarde, cuando Ángel Rojo fue nombrado gobernador, me propuso que asumiera la Dirección General del Servicio de Estudios.

He desempeñado esa tarea durante casi 24 años, con cuatro gobernadores diferentes y en seis legislaturas parlamentarias, en las que se han producido repetidas alternancias entre las fuerzas de gobierno y las de la oposición. Desde la creación del euro, he estado, además, muy implicado en las tareas del Consejo de Gobierno del BCE, como acompañante y miembro suplente. Como tuve la ocasión de recordar en respuesta a las amables palabras de despedida que me dirigieron el presidente Draghi y Peter Praet, de las 411 reuniones que había celebrado el Consejo hasta entonces, yo había participado en 407.

Entiendo esta Conferencia como un reconocimiento al trabajo en equipo desplegado por los profesionales que han formado el Servicio de Estudios en los últimos años. Su excelencia profesional, su esforzada dedicación e identificación institucional han sido la clave de la contribución prestada. Para mí, el trabajo con todos ellos ha sido un honor y una fuente de satisfacción profesional y personal. En todo caso, lo conseguido se debe en gran parte a la labor de quienes nos han precedido, por lo que es obligado empezar con una referencia a la historia.

La actividad del Servicio de Estudios ha estado siempre ligada a las transformaciones que ha vivido la economía española durante sus más de 85 años de existencia. De hecho, se creó en 1930, bajo la dirección bicéfala de Germán Bernácer y de Olegario Fernández Baños, siguiendo los consejos del Banco de Pagos Internacionales y tras la visita de su director general y antiguo director del Servicio de Estudios del Banco de Francia, François Quesnay, con el fin de dotar al Banco de España de las capacidades analíticas necesarias para afrontar la crisis del 29 y la inestabilidad de la peseta, que entonces pugnaba por entrar en el patrón oro.

Esta trayectoria queda ejemplificada en el papel que desempeñaron dos grandes economistas españoles que lo guiaron en encrucijadas especialmente importantes para la orientación de la política económica española: Joan Sardà y Ángel Rojo.

Joan Sardà fue, desde la dirección del Servicio de Estudios entre 1954 y 1962, el artífice del Plan de Estabilización de 1959, que marcó el inicio de la senda de normalización de la política económica española tras la autarquía de la posguerra.

Ángel Rojo, que también participó en aquella gran operación de política económica, fue quien dio el gran impulso al Servicio de Estudios, cuando lo dirigió entre 1971 y 1988, hasta convertirlo en el centro de análisis macroeconómico más influyente del país. También fue el inspirador de la modernización del Banco de España, que posteriormente habría de conducir como gobernador en la etapa más brillante y fructífera de esta institución.

Con esta perspectiva, he estructurado mi contribución a esta Conferencia en torno a algunas reflexiones, a modo de lecciones extraídas de mi experiencia, sobre los retos que para el Servicio de Estudios han supuesto las transformaciones y turbulencias que se han producido en los últimos 25 años; un período en el que hemos transitado desde la política monetaria tradicional, basada en el control de los agregados monetarios, hasta los objetivos directos de inflación dentro de la política de convergencia, que culminó con la entrada en el euro. También hemos tenido que capear diversas crisis, algunas de gran alcance y complejidad. Los cambios han sido profundos y vertiginosos.

Al principio de la década de los noventa, las preocupaciones analíticas estuvieron relacionadas con la necesidad de alcanzar en España un régimen de estabilidad similar al vigente en los países más avanzados. El nudo gordiano se encontraba entonces en la dificultad de mantener la estabilidad cambiaria si no se daban las condiciones adecuadas de estabilidad de precios y de flexibilidad interna.

Una combinación inadecuada de políticas y el insuficiente progreso en la convergencia terminaron llevando a una cadena de sucesivas devaluaciones de la peseta, que vinieron a demostrar que los beneficios de la pertenencia al Sistema Monetario Europeo no se habían aprovechado para impulsar un auténtico cambio de régimen macroeconómico, sino que las transformaciones necesarias se habían pospuesto o incluso abandonado. Ya entonces se puso de manifiesto que la disciplina externa no era un sustituto de los esfuerzos de reforma interior. Los excesos de gasto terminaron desencadenando la dura recesión de principios de los noventa, que comportó un aumento masivo del paro, por segunda vez en la historia de la democracia, aunque, por desgracia, no había de ser la última.

Afortunadamente, la reorientación de las políticas y los ajustes realizados lograron enderezar la situación y llegar a tiempo para cumplir con el calendario de la puesta en marcha de la UEM. A estas tareas dedicó entonces sus mayores esfuerzos y sus mejores recursos el Servicio de Estudios, con la vista puesta en la entrada de España en la Unión Monetaria. La participación en el euro aparecía como la culminación de una larga pugna por conseguir un patrón de estabilidad que se esperaba hiciese más fácil la vida de los gestores de políticas y de los analistas. Sin embargo, a partir de entonces el camino se hizo más tortuoso, con muchas curvas cerradas y riesgos de derrapar.

El momento dulce de la entrada en el euro dio paso a una etapa de mayor complejidad de los problemas, que desembocaron en los grandes desafíos que habrían de plantear la crisis financiera, la Gran Recesión y la crisis de la deuda soberana y del euro.

Los errores que se habían cometido en los primeros intentos fallidos de convergencia se volvieron a repetir durante los primeros años del euro, en un marco en el que la capacidad de actuación monetaria del Banco de España se encontraba diluida en su participación en el Eurosistema. Muchas de las expectativas que se generaron con la entrada en el euro se habrían de ver frustradas como consecuencia de la preocupante falta de comprensión del verdadero alcance de sus implicaciones y exigencias. Se siguieron políticas nacionales incoherentes con el marco adoptado y se acumularon desequilibrios que dejaron a la economía española en una posición de gran vulnerabilidad frente a la crisis financiera y a las debilidades de la estructura institucional y de gobernanza de la UEM.

A los pocos años del inicio de la Unión Monetaria, ya era patente que los impulsos expansivos de demanda, en unas condiciones de holgura financiera sin precedentes y de ausencia de mejoras significativas por el lado de la oferta, estaban incubando riesgos importantes de pérdida de competitividad, exceso de endeudamiento, sobrevaloración de activos reales y financieros, hipertrofia del sistema financiero y desequilibrio exterior, con acusada dependencia de una financiación externa muy abultada que fluía con la facilidad propia de la falta de percepción de riesgos.

El clima de bonanza propició una interpretación benigna y complaciente que restaba trascendencia a las tendencias que se estaban manifestando. Para muchos, los diferenciales de precios y el elevado endeudamiento se consideraban la contrapartida natural de los avances en la convergencia real. La defensa de la hipótesis de Balassa-Samuelson, que hasta el BCE realizó, fue el ejemplo más extendido y emblemático de esa actitud.

En ese ambiente, la identificación y el diagnóstico de los desequilibrios habían de hacerse a contracorriente y no eran tareas fáciles. Ya en 2003, se percibían los peligros que el comportamiento de la economía representaba para el equilibrio financiero y para la competitividad. En 2005, los riesgos ya se habían materializado en desequilibrios patentes que amenazaban el crecimiento y acentuaban la vulnerabilidad frente a eventuales tensiones externas. En todo caso, más allá de las dificultades de trasladar dicho análisis en mensajes de alerta, en este período se plantearon genuinas dificultades de diagnóstico. El arsenal teórico y empírico disponible presentaba carencias manifiestas para afrontar unas transformaciones que no encajaban en el paradigma dominante de análisis macroeconómico y cuyo tratamiento empírico desbordaba la capacidad de las técnicas de modelización desarrolladas.

Las técnicas de análisis del Servicio de Estudios han otorgado siempre una gran relevancia a la modelización econométrica. En un entorno de información limitada y elevada incertidumbre, el mejor anclaje para el análisis es el que suministran las cuantificaciones obtenidas con los modelos basados en buena teoría y estimados o calibrados empíricamente. Pero no hay modelos perfectos, porque siempre son una representación estilizada de la realidad, ni existe un modelo universalmente válido. Incluso los modelos con propiedades más atractivas presentan grandes limitaciones.

Además, todos los modelos están estimados con datos que provienen de episodios «normales», con volatilidad acotada. No es sorprendente que estas estrategias de análisis no fueran capaces de anticipar una crisis como la reciente, inducida por una gran perturbación de origen financiero, de la que no había registro en las series históricas habitualmente utilizadas. Menos aún si se tiene en cuenta que la crisis supuso un cambio profundo en la naturaleza de los problemas macroeconómicos, que puso en tela de juicio el paradigma dominante en las décadas precedentes.

La crisis financiera alumbró nuevos fenómenos, como los riesgos de deflación y la trampa de la liquidez, que, articulados conjuntamente, cuestionaban gran parte del pensamiento económico vigente hasta entonces.

La combinación de la trampa de la liquidez con el agotamiento de los descensos de los tipos de interés, al alcanzarse su límite natural, abrió la puerta a sendas de crecimiento débil y alto desempleo, caracterizadas en la literatura como «estancamiento secular», que no encajan con la visión tradicional de las perturbaciones económicas como sucesos eminentemente cíclicos. De hecho, estas situaciones de

desequilibrio, combinadas con el sobreendeudamiento, el declive demográfico y la baja productividad, tienen un componente estructural duradero, que apela a nuevos enfoques de análisis y de política.

Por si esto fuera poco, la crisis de deuda soberana en las franjas más vulnerables de la zona del euro desactivó en buena medida la eficacia de las herramientas tradicionales de estabilización macroeconómica. La política fiscal tuvo que dedicarse a convencer a los inversores de la sostenibilidad de la deuda pública —actuando de manera procíclica— y la política monetaria se vio limitada por el bloqueo de sus mecanismos habituales de transmisión. Los nuevos problemas no encajaban bien con el bagaje intelectual de las dos o tres últimas generaciones de economistas, particularmente en el caso de una economía que, como la española, había incurrido en graves desequilibrios.

En el área monetaria es donde se han puesto al descubierto con más claridad las carencias del enfoque tradicional. Se suponía que, si los bancos centrales controlaban la creación de dinero y su coste, incrementar la inflación nunca sería un problema para la política monetaria. Sin embargo, con la aparición del riesgo de deflación, el objetivo de la política monetaria pasaba a ser precisamente incrementar la inflación, y no reducirla, como había sido la gran obsesión histórica. Además, en presencia de la trampa de la liquidez, el problema consistía en conseguir que los impulsos expansivos llegasen al sistema bancario y al público en general, y no, como había sido tradicional, en evitar que la reacción de los intermediarios financieros esterilizase los esfuerzos de contención de la política monetaria.

La pérdida de brújula que supuso la obsolescencia del enfoque tradicional de análisis se vio acompañada por el debilitamiento del anclaje que la referencia europea había supuesto para la política económica española. Durante las últimas décadas, la integración en Europa ha sido el principal sostén del impulso modernizador de la economía y de la política económica española. En el período de la convergencia, los requisitos de aproximación a los estándares de estabilidad exigidos para entrar en el euro actuaron en muchas ocasiones como reemplazo de la carencia de resortes internos suficientes para moldear nuestra política económica con los patrones de estabilidad y eficacia requeridos. La referencia europea fue para España una fuente de impulso hacia la estabilidad y para las reformas, pero, culminada la entrada en el euro, la situación empezó a cambiar.

Las políticas del área resultaron demasiado expansivas para España, y para otros países de la zona, y la arquitectura institucional de la UEM fue insuficiente para identificar, prevenir y corregir el surgimiento de desequilibrios. La estructura de gobernanza económica de la UEM era minimalista y endeble, y se basaba en un supuesto ingenuo sobre la capacidad disciplinadora de los mercados financieros; un supuesto que no solo resultó erróneo, sino que además llevó a ignorar la influencia distorsionadora que pueden ejercer los mercados en una unión monetaria incompleta e imperfecta.

España, que se encontraba en una posición vulnerable, habría de sufrir con especial dureza los movimientos desestabilizadores de los mercados financieros cuando se pusieron al descubierto las fragilidades de la gobernanza europea. Los episodios de frenazo en la financiación externa y el bucle diabólico entre el riesgo soberano y el bancario afectaron con especial intensidad a España. Europa, que había sido siempre la solución, vino a ser un problema añadido con el que lidiar.

La crisis ha supuesto un baño de humildad que ha actuado como acicate para abrirse a nuevas ideas y poner en su justo lugar la capacidad de las técnicas empíricas de modelización utilizadas. En todo caso, las limitaciones puestas al descubierto no pueden justificar la sustitución del esfuerzo analítico por la atribución de un mayor peso a los juicios de valor.

Reivindicar el papel del análisis en la identificación de los riesgos y la elaboración de mensajes con contenido normativo frente a respuestas de carácter eminentemente ideológico exige recordar, una vez más, que el economista está obligado a tener en cuenta limitaciones y restricciones que a nadie le gusta oír, aunque ello le coloque en la posición de ser frecuentemente tildado de pesimista o incluso de obstaculizar la consecución de objetivos de bienestar que interesan a todos, sobre todo a los más desfavorecidos, y que también son la motivación última del trabajo del analista.

Nada hay más paradigmático de esta tensión que lo ocurrido con el mercado de trabajo español en las tres últimas décadas. La superposición de restricciones con fines de protección ha obstaculizado frecuentemente la capacidad del ajuste del mercado a las condiciones cíclicas y a las perturbaciones exógenas, desplazando todo el peso de la reacción a las oscilaciones en el nivel de empleo y a un uso desproporcionado de los contratos temporales. Los registros tan negativos alcanzados en España por el desempleo y la temporalidad son una prueba incontestable de las consecuencias contraproducentes que pueden tener algunas medidas que se adoptan con fines de protección, pero que van en contra de las presunciones del análisis económico.

Las dificultades e incomprensiones encontradas no deben ser motivo de desánimo ni razón para cuestionar el papel del análisis. Al contrario, suscitan demandas más ambiciosas que deben ser atendidas. El trabajo analítico tiene que desenvolverse en un entorno más exigente, que obliga a remover supuestos simplificadores y a abordar realidades más complejas, con relaciones entre variables y reglas de comportamiento más difíciles de encajar en las idealizaciones esquemáticas del saber convencional, particularmente en lo que se refiere al comportamiento de las economías en situaciones fuera del equilibrio, a la interacción entre lo financiero y lo real, y a la interconexión más estrecha entre lo global y lo nacional.

La agenda para el trabajo futuro del Servicio de Estudios es, por tanto, extensa y estimulante. Si tuviera que sintetizar en una lista corta las principales lecciones que se pueden extraer de la experiencia reciente, destacaría, para terminar, las siguientes:

Primera: el análisis y la cuantificación rigurosa mediante modelos deben seguir siendo el ingrediente fundamental de las decisiones de política, aunque la excelencia en la modelización no es suficiente. También se necesita un amplio conocimiento de la estructura de la economía y de sus instituciones, y por supuesto de la historia.

Segunda: el capital humano académicamente cualificado es, a su vez, el soporte fundamental de la calidad del análisis, por lo que debe ser cuidadosamente reclutado y adecuadamente remunerado y reconocido.

Tercera: la calidad del análisis solo florece en el marco de la independencia y autonomía de los analistas, dentro de los objetivos generales de la institución. La independencia no requiere solo respeto, sino también firme respaldo.

Y cuarta: la carencia de resortes internos de estabilidad y eficacia en la economía española no puede ser suplida por resortes externos. Estos han desempeñado un papel positivo, pero no son un sucedáneo de la capacidad de análisis, de la fortaleza de las propias instituciones independientes y de la movilización social y política a favor de los objetivos de eficiencia, estabilidad y bienestar alcanzables.

Muchas gracias a todos.